全球资产配置百人会 | 理财系列

新经济下的财富管理

如何实现财富保值、增值、转移与传承

［美］诺伯特·M·明德尔　莎拉·E·斯莱特◎著
（Norbert M. Mindel）　（Sarah E. Sleight）
侯伟鹏◎译



WEALTH MANAGEMENT IN THE NEW ECONOMY

Investor Strategies for Growing,
Protecting and Transferring Wealth

何　佳　陈凯丰　作序推荐

中信出版集团 · CHINACITICPRESS

版权信息

书名:新经济下的财富管理

作者:[美]诺伯特·M·明德尔（Norbert M·Mindel）,[美]莎拉·E·斯莱特（Sarah E·Sleight）

译者:侯伟鹏

ISBN:9787508667881

中信出版集团制作发行

献给我的妻子朱迪(Judy)和我们的孩子们，瑞秋(Rachel)、艾瑞尔(Ariel)、塔莉娅(Talia)和扎克利(Zachary)。

序一
财富增值的核心是做好风险管理

十一届三中全会以来，中国特色的社会主义市场经济从无到有，百业俱兴，取得的成就有目共睹。30多年间，中国经济飞速发展，国力逐步增强，民众消费能力成倍提高，个人财富也在迅速累积。从挣扎在温饱边缘的贫穷中国，到普遍实现现代化的小康社会，我们只用了一代人的时间，我们今天的生活内容和品质远超父辈最初的想象。仅从数据上看，如今的国内生产总值已达1979年百倍以上。如果以“100万美元以上可投资资产”作为标准，中国高净值客户人群已经超过300万。

回顾历史我们却不难发现，很多“先富人群”致富的背后都有“不成熟的社会经济秩序”的影子：在物资短缺的年代，利用特殊的渠道获取商品，低买高卖，牟取暴利；股票市场建立之初，第一批股民在迷茫中诞生，在第一波牛市中攫取第一桶金；国企改革中，部分国有资产流失，以合法的程序转变为个人财富；而房地产黄金十年，拆迁户和炒房团从急升的房价中赚得盆满钵满……当历史进入21世纪第二个十年，这些“机会”都不复存在。从宏观层面看，中国经济经历30多年大规模、高强度的开发之后，传统产业已经相对饱和，人口老龄化问题日益显现，劳动力低成本的优势一去不复返，能源和生态环境的压力已接近上限，中国经济步入增速放缓的新常态。世界经济的前景也不容乐观，虽然处于经济危机后的复苏阶段，但复苏普遍低于预期，新兴经济体增速下滑快于发达国家，国际贸易萎靡不振，地缘冲突和恐怖主义阴影依然笼罩。在这样的背景下，个人财富的积累已经跨越了

最初不成熟的暴富阶段，进入稳定增长的时期。如何在新经济下实现财富的管理与增值，就成为我们面临的核心问题。

新经济下的财富管理，需要科学的理论体系和操作指导。历经二三百年发展成熟的西方经济，或许能给我们提供一些启示。金融学的本质在于风险和收益的权衡。新经济下金融工具种类繁多，风险不断累积放大，从个人财富管理角度来说，过去依靠单一房地产或者股票投资的高收益渠道已经不能顺应时代的发展要求。风险和收益管理是财富管理最核心的内容，不参与市场尽管能规避风险，但长期的"现金为王"也丧失了财富迅速增长的可能性：接受并管理风险才是正确的投资策略。全球化和互联网的发展趋势给我们提供了更多的投资渠道和方式，通过多元化的资产配置来捕获更多的投资机会，降低风险、提高收益应该是投资者和财富管理者的必然选择。《新经济下的财富管理》这本书，正是从理论和实务角度解决有关风险管理和财富增值的问题。

我从事金融学理论研究和实务工作已经超过30年，这些年中，我不仅经历了中国经济翻天覆地的变化，更是目睹众多企业和个人的兴衰起伏。如果说市场制度的不完美造就了很多富豪，那个人财富管理能力的不足又是富豪迅速返贫的原因所在。更宏观地说，发展健康成熟的市场经济，不仅需要国家和政府的顶层设计，更需要有专业金融素养的市场参与者。《新经济下的财富管理》这本书并非一部财务会计或金融学教材，也没有复杂的理论模型和数字，但它依然不失专业的严肃性，而且结合了大量的实际操作案例。即使你不是一名专业的理财师或投资家，更好地理解财富管理，形成对风险和收益更深刻的认识，在当前的经济条件下也是极为重要的。从这个角度来说，这是一本高净值客户的必读书籍。

专业的投资者不会预测市场，市场上没有人能成功做到这点。或许存在极为复杂的数学模型能够实现不错的回报，但这样的交易策略

并不为一般的投资者所理解。对于大多数力求财富保值增值的人来说，简单透明的投资方法、易于理解的风险管理思想、更宏观的财富管理态度，才是真正可以掌握并付诸实践的。这既是本书作者的美好愿望，也是我对于中国众多财富管理者的真诚期待。感谢作者的付出与分享，也感谢译者把这样经典的读物带到中国，惠及亿万读者。正如我前文中提到的，这本书的意义，不仅在于读者个体的收获，它对于我们国家的发展，市场经济体制的建立和完善，也有不同寻常的意义。

是为序。

何佳
南方科技大学领军教授，
长江学者讲座教授

序二
财富管理的真谛

欣闻中信出版社即将出版《新经济下的财富管理》一书，很荣幸受邀写作序言。这本书的中文版在国内出版发行是一件非常有意义的事，对国内的金融市场参与者、高净值客户、学术研究者也是一大盛事。

财富管理在西方有着非常悠久的历史，许多传统的瑞士私人银行已经经营了数百年，管理和传承很多家族的数代财富。在美国，一般认为洛克菲勒家族的财富管理办公室开创了高端理财的先河，随后，众多的财富管理机构不断创建和发展。把目光转向中国，经过30多年的改革开放，中国社会已经积累下了巨大的财富。很多高净值人群目前面临的挑战是如何管理好这些“积累下来的鸡蛋”，并且做到保值和增值。金融市场变化迅速，经常会有资产价格的大幅波动，对于如何能够借鉴西方的财富管理经验，吸取欧美过去几十甚至上百年的财富管理教训，实现在新经济下的财富管理，这本书提供了很多宝贵的建议。

首先，分散投资，对冲风险。不能把鸡蛋放在同一个篮子里应该是最浅显的比喻。从金融市场风险定价理论来看，不同的收益水平一定是伴随着不同的风险水平。一个高收益、低风险的投资很难长期存在。分散风险，降低投资的总体波动率可以说是市场上唯一的“免费午餐”。这本书有一个贯穿上下的主题，就是对于资产配置的强调和坚持避免“个股选择”，不管是在20世纪70年代和80年代初期美国经历高通

货膨胀的时候，还是在2008年经济危机中尽量实现固定收益类和股权类投资平衡的时候，这都是实现长期财富管理的核心。

其次，避免冲动决策，坚持长期投资理念。本书作者引用了塔拉证券在美国1987年股灾期间的经历，生动地描绘了坚持长期投资的重要性。1987年10月，美国大盘股指数在几天中下跌超过了22%。有些客户一时冲动，希望卖出投资，赎回基金份额等。他极力劝阻，避免一些客户出现“投资了好的基金，但是在低点赎回”。当然股灾结束后，美国股市大盘逐步恢复，并进入牛市通道。那些坚持长期投资的客户获得了丰厚的收益。

最后，简化投资。作者的“理财宝典”中多次传递类似的信息，将投资简单化，避免过于复杂的黑箱操作，避免择时交易。我认为作者基于30多年华尔街的投资经验给出的忠告非常值得学习，很多人都希望找到投资的圣杯，建立一个模型，然后实现创造财富的永动机。就像在物理学上不存在永动机一样，投资的圣杯也不存在。相反，作者的华尔街经验证明了多数复杂的产品有利于管理人，但是对于投资者的财富管理帮助有限。而且，很多复杂的金融产品在2008年金融危机期间造成了巨大的损失。

本书的作者是一位犹太人。众所周知，犹太作为一个民族，在过去的上千年经历了很多灾难，但也不断顽强发展并壮大起来。犹太民族和中华民族在对财富的管理、家庭的热爱和民族传统文化的追求上有很多共同语言。他的独特经历，也是这本书值得中国读者学习借鉴的因素之一。

陈凯丰
纽约金融论坛（NYFF）联席发起人，
纽约经济俱乐部会员，
外交政策协会委员，
《全球商品研究》杂志编委

前言

为了写作本书，我整整酝酿了30年。我并不是说自己一直在为本书码字，但人生过半之后，我才拥有了足够的经验，才拥有了充足的底气，来与大家分享作为理财顾问的一些知识和技巧。

我在职业生涯中，一直在帮助客户实现财富的增值、保值和转移。多年来，与我共事的对象，包括数百位咨询顾问及其客户，还有我自己的客户。我的故事将不仅限于我自己的个人经历，还将涉及塔拉证券（Terra Securities）的故事，这是一家我参与发起设立的金融服务公司，也是我学习的试验室；此外，故事还涉及我的客户、业务伙伴，甚至包括我所生活的时代背景。本书同时也介绍了理财规划行业的历史——从行业早期，第一台原始计算机编制出理财计划书，直到现在，一份真正的理财规划方案必须综合考虑财富管理的各方因素。

我学到的最重要的教训是什么？财富的增值和保值并不是如何挑选投资，甚至都不是通过挑选股票而一夜暴富。实际上，资产的积累只是其中的一部分内容。财富管理最重要的内容，就是风险管理。

但管理风险并不是说要避免风险。如果把头埋在沙子里，把钱藏在床底下，这样做是不会成功的，即使现在有许多客户这样做。2008年市场大跌之后，我仍然认为，不参与市场才是风险最高的投资策略。如果希望实现财富的积累，你长期的投资策略就应当是，接受风险并且学习管理风险。

管理风险是我从业的核心原则，关于风险管理重要性的相关知识，也是我为客户提供建议的重要内容，但在大众媒体甚至是金融行

业，人们对此并没有展开广泛的探讨。因为许多客户喜欢通过阅读获得信息，我过去希望找到向客户推荐的一本书，通过对风险管理的全面讲解来体现财富管理各方面的内容，但最终没有找到。当时我就知道，我需要亲自写一本，讲一讲关于我自己的经验和教训。

在本书中我要与读者分享的意见和建议，与在办公室里坐在我面前的那些客户所得到的意见和建议，二者并没有什么不同。我讨论的主题可能会让你惊讶，正如它们也经常让客户惊讶一样，我并不会单独聚焦理财和投资行为本身。很久以前我就知道，仅通过投资是无法实现财富的积累和保值的。尽管2008年市场动荡，但上述理论的正确性却更加凸显。不管市场如何动荡，如果你把目光从投资那里进一步延展开来，并学着认识风险，你仍然可以实现财富的积累和保值，并将其传承给下一代。

我付出的代价可并不便宜。尽管此间曾经犯过很多错误，但我仍然为能给客户带来美好的希望，并努力为之提供最好的服务而感到骄傲。我希望自己避免曾经犯过的一些错误，但之所以分享这些错误，是因为我认为读者可以从中汲取营养，并避免重复那些年我走过的老路。我认为，我个人的经历能够为纵览华尔街历史提供一些借鉴，通过阅读我为帮助客户而付出的努力，还能够让人们更好地认识我们刚刚经历过的这段惊心动魄的市场动荡时期。

我讲述的是自己的故事，因为我能掌握实情。但对于把我为客户服务的经历和故事写在本书中，还有一个重要的理由：每个人都喜欢听故事。如果用教科书的形式展现出来，就会比较枯燥。我希望，我自己的人生经历能让论述鲜活起来，使内容读起来更有意思，理解起来更加简单。

在本书中，我还讲述了一些人的失败教训，我将他们称为华尔街“真正的聪明人”，并解释了为什么其失败只是时间早晚的问题。关于华尔街近期的悲惨案例，在未来25年的各类书籍中都会频繁出现，

但这并非本书的写作目的。我最为关注的，是这些系统故障在未来将如何影响读者和客户。

我也解释了，为什么雇用那些所谓的聪明人来提供选股建议，只是在浪费时间。我会让你知道，专家、学者有关市场运行的论述，以及我如何找到了一种可持续的投资策略。我也讨论了，提供财务建议的制度是多么的支离破碎，客户应当向独立的收费顾问寻求帮助，他们才是与客户站在同一边的人。

财富管理对投资策略提出了要求，需要其保护财富免受诉讼、疾病、过早去世以及税收等问题的侵蚀。它还要求你对退休做好规划，到时候你需要收入来维持自己30年、40年或者50年的生活水平不降低。我还揭开了人身保险的神秘面纱，并讲述了在选择一款保险产品之前你需要了解哪些内容。你还要知道，如何才能保护自己免受不必要的遗产税或巨额医疗成本的冲击。除此之外，当开始积累财富的时候，对于如何将财富传承给下一代，人们经常怀有一定的成见，你需要了解遗产规划的运作原理。

上面所有内容都既不简单也不浅显。这不是一本有关信用卡预算或者抵押品定价的书。这本书讲述的是，在你的余生之中，如何管理和保护你数量可观的资产。

我坚信，通过阅读本书，你能够对财富管理的概念有更多的认识，从而成为更为知情的投资者，成为一位对财富管理服务理解更加透彻的消费者。我希望，你会对我经历的那些故事感兴趣，当读完本书之后，对风险和收益形成更好的认识，能对二者实施更好的管理。你也会明白，尽管有大量的风险管理工作可以由你独立完成，但除非你本人就是一位遗产规划律师或者投资顾问，至少其中部分环节你还是需要借助专家的帮助。通过阅读本书，你将对这些专家应当具备的优势和能力形成更加清晰的认识。

因此，就这本书而言，我将个人面临的风险分成4类：

（1）投资和财富积累。你应当如何进行投资？你的资金是否安全？你是否将获得市场平均收益？你的资金运用是否与你的预期一样？

（2）退休和退休收入。你退休是否有足够的资金？当想到退休的时候，你需要考虑长寿风险，也就是资金用完而你依然健在的风险。还有市场变化风险，也就是退休之后面临熊市的风险。不管你什么时候退休，也不管你什么时候去世，要想把你的财富变成收入流，为你的余生提供支持，哪种方式最为有效？

（3）保护财富和保持生活方式不变。你需要哪种保险才能为你经济生活的方方面面提供保护？你需要终身寿险还是定期寿险？你应当考虑购买哪种保单？

（4）财富转移与传承。如何才能安排好你的全部遗产，使得当你健在时可以尽情使用，去世之后可以按照自己的意愿进行转移？如果你是家族企业的一员，你还需要有特殊的考虑。

针对上述各类风险，本书分成了5篇。第1篇和第2篇主要解决财富管理的投资问题。第1篇讲述了我学习财富管理的经历，列举了原因，说明了传统投资理论不适用于我的公司、客户甚至我自己；第2篇介绍了如今我采用的投资理论，但是在华尔街，你是绝不会见到这种低成本、被动式、广泛分散化的投资策略的。

第3篇解决的是退休收入规划问题。第7章对本专题进行了介绍；第8章讨论了年金的优势和缺点；第9章介绍了免税投资计划的内容。一定要确保你个人退休账户的受益人是最终的！

第4篇对应的是个人对各类保护措施的需求。第10章深入介绍了人寿保险，由我的同事霍华德·凯特（Howard Kite）执笔，他的大部分职业生涯都与保险打交道，也一直在试图理解保险；第11章对长期护理保险的必要性进行了说明：为什么这是整体遗产规划最重要的组成部分之一，为什么如果没有长期护理保险，会对你其他已经得到完备规划的方案造成毁灭性的打击。

第5篇解决的是遗产规划问题。对其最重要原则的充分介绍是在第12章完成的；第13章讲述了在存在家族企业的情况下，如何进行遗产规划这个特殊的问题。企业家们，尤其是那些置身于家族企业的人是我最喜欢的客户之一，本章要献给他们。

最后，在后记部分，对于通过本书，希望你们可以了解到的最重要的信息，我进行了总结概括。

我建议你后退一步，想一想你将在本书中读到的问题。等你读完本书之后，我希望你对以下这些问题形成更加清晰的认识：

- 华尔街的那帮聪明的家伙，很喜欢打着超常规收益的名头，推销对冲基金、黄金、结构化产品、衍生品、技术分析、动能投资、择时交易以及更多投资产品和服务。华尔街一直喜欢把你的钱拿过来赌博。如今我们对这些产品的了解有多少？在为自己带来了数十亿美元的利润之后，最终这些聪明的家伙让股东、客户和他们自己都失望了。

- 从传统华尔街的崩塌之中我们能学到什么？经营超过150年的公司轰然倒塌，把自己卖给其他公司，或者一夜之间从投资银行转型为商业银行。为什么学习到这些很重要？最具讽刺意味的是：这些厚颜无耻的企业倒闭之后，在不到一年的时间里，这些家伙又端然而坐，准备把证券投资再挪到结构化产品的轨道上，而且已经喋喋不休地说起了华尔街的黄金岁月。

● 对那么多人来说，为什么投资成功如此难以捉摸？你如何才能确定正确的长期投资策略？

● 当你试图保护投资、延续投资的时候，曾经为你带来财富的那些投资方式，如何导致你犯下了可预测、可识别的错误？

● 在煽动炒作和鼓动投资者热情，为华尔街的赌场心态提供支持方面，财经媒体起到了什么作用？

● 为什么许多人都不愿意采取必要的措施来保护自己和家庭免受诉讼、疾病以及税收的影响？要知道，自己投资组合面临的最大威胁并非熊市环境，而是失去行为能力或者需要待在长期护理中心的现实，或者是自己无法采取措施主动保护好自己，这种现象的原因是什么？

● 对于自己的财务健康，哪些类型的保险是划算和必需的？哪些类型的保险是昂贵甚至是危险的？你什么时候需要短期保险？为什么长期财富转移需要把终身寿险作为手段？

● 你是否遇到过自己中意的年金产品？与父母那一辈人下意识规避的那些年金产品相比，如今的年金保险已经有所不同，要实现自己的长期退休目标，你可能需要利用这些产品。

● 在处理遗产规划和继承问题的时候，为什么你自己是最大的敌人？

本书的与众不同之处在于它讲述的财富管理问题，是基于更广的视角和更宽的维度。我不会就技巧运用方面讲述一些惊心动魄的故事，但这些技巧只有我才能使用；我也不会借助一些秘密来源或者黑盒子信息或者神奇的投资策略，这些东西是如此神秘，读者只有拥有物理学博士学位才能看懂。实际上，我越来越坚定地认为，个人应当采用的投资策略是那些简单、透明的投资策略。

对于那些希望实现财富积累和财富保值，并同时做好风险管理的人来说，他们都可以而且应该把我的财富管理原则付诸实践。我希望，我的故事可以让你进行更明智的投资，同时为未来做好准备。最后，尽管你可能读过其他很多类似的书籍，但是本书是独一无二的，因为它把所有专题都汇总起来，同时以易于理解、易于操作的形式向普通大众推广。

引言

你可能根本想不到，作为一名大屠杀幸存者的独子，我性格孤僻，却在这里跟你大谈特谈怎样才能在各种经济形势下让你的财富实现增值、保值和转移，更不用说面对这次金融危机的情形了。对于目前所处的境地，我一直激动而感恩，因为自己早年的经历着实不易。我的父母在布鲁克林区开了一家犹太熟食店，每周工作80小时。我们从不外出就餐，从不度假，没有去过任何地方。作为家里的独子，我的作用也一直且只能是帮着家里维持生计，孤苦伶仃正是我的写照。尽管在学校也有朋友，但我的社交范围也就仅止于此了。

只有在犹太新年、赎罪日和逾越节的时候，我的父亲才会闭店休息。尽管经历了惨烈的大屠杀，但我的父母并不是特别信教，这在外人看来可能有些讽刺。他们每周7天不间断地开店营业，以此艰难维生。我的父亲热衷社交，工作尽力，却并非一个好的商人。他负责销售，我的母亲负责记账，我猜测他们就这样搭伙运作。他们勉强维持着生计，从没有摸到过中产阶级的门槛。

借着逾越节晚宴的机会，我们会与家族其他成员聚在一起。这些家庭聚会构成了我童年记忆的片段。我们不会讨论战争的话题，但时不时会有一些黑色幽默冒出来。我们知道集中营的事情，因为舅妈的胳膊上有数字文身，但幸存者们对事情的细节往往三缄其口。

我的整个童年生活都充满了黑色的布景，而大多数情形因为无法诉之于口显得更加阴森恐怖。我有时候想，如果有人把真相如实告诉我，我的感受是否会有所不同。然而，你又如何能指望把这种故事讲

给孩子听，却不造成进一步的伤害呢？尽管许多孩子长大成人的过程就像《芝麻街》（*Sesame Street*）[注]所传达的那样：生活是美丽多彩的。但是我周围的人尽管看起来开心满满，也确实生活如常，却一直生活在难以名状的恐惧中。作为一个仅仅六七岁的孩子，我对生活形成了灰暗的印象，这一直伴随着我的一生。杯子是半满的还是半空的？答案对我来说总是一样。在这种令人不安的环境下，生活变得极度脆弱。

我在纽约城的中低阶层长大，周围财富环绕，这给我身上打下了饥饿恐惧症的烙印，直到现在都尚未摆脱。每天，我的父母都工作很长时间，勉强维持着简单的生计，全家也一直面临着陷入赤贫的威胁。在这种状态下我度过了自己的童年生活，对陷入贫困的恐惧已经深深刻入了我的灵魂。我们没有财产储备，即使到现在，就在此时，我发现自己仍旧经常产生毫无理性的焦虑，担心自己再回到那种状态，陷入赤贫的黑洞而无法自拔。当然这种想法极不理性——而这也就是焦虑的本质：在你的理性思维实施救助之前，它不时地侵扰你的内心，就像挥之不去的梦魇。直至今日，这种饥饿恐惧症仍然驱使着我，让我不停地去做更多的工作，取得更大的成就。从那个地方走得越远，我就感到越幸福、越安全。

火车模型 只要住在纽约，你很容易就会被卷入各种圣诞节庆典活动中。对我来说，一年之中最幸福的时刻，就是父母在圣诞节的时候带我去曼哈顿的无线电城音乐厅观看演出和电影，随后我们就会去梅西百货公司。有一年，我看到一套火车模型，马上就被吸引住了。我从来没有见过这么神奇的东西，很希望能拥有它。我在那里待了一个小时，还想继续待下去。

我可以看出，父母也希望他们能给我买下来。他们互相看了一眼，母亲叹了口气说道：“好吧，让我看看能不能用信用卡买下

来。”我不知道具体情况是怎么回事，但简言之，我们买不起这套火车模型。

当我回首往事，从现在我也作为一个父亲的角度，想起希望给我买玩具却无力负担的父母，我不禁心如刀割。我当时并不是想要什么稀奇古怪的东西，那只是普通的火车玩具，与当时全国中产阶级的孩子拿着作为圣诞礼物的玩具并没有什么两样。

即使当时年纪轻轻，但那依然成为我生命中的一个转折点，在那之后我也无法摆脱这种感情，我再也不想回到负担不起火车模型的境地了。

家庭影响

每当说起自己的生命受到的家庭影响时，那种骄傲之情，我想自己可能与其他人并没有什么两样。但我们并不是像欧吉（Ozzie）和哈丽雅特（Harriet）[注]那种典型的美国家庭。我的家族成员由大屠杀幸存者组成，由此我形成了悲观、挑剔的性格，以及对生命脆弱的印象和认知。尽管我当时只是个孩子，但其他家族成员对我的影响仍然是如此之深，以至于如果没有他们，我现在甚至都不知道自己将会是什么样子。

没有人确切地知道，我父亲的孩子山姆是如何活过第二次世界大战的。我的父亲在战前曾结婚，组成的家庭在集中营里几乎被连根铲除。战争之初，在波兰被德国和苏联瓜分之前，我的父亲和他的兄长被抓到了西伯利亚，他不得不与家人分离，最后在英国军队中服役。山姆是我父亲首次婚姻中唯一的一位幸存者。

战争爆发时，山姆只有13岁，他伪造了文件，证明自己受洗为基督徒。战争期间，山姆加入了秘密组织，战争结束后，他与犹太地下组织合作，这最终导致其精神崩溃。后来他又成功来到美国，得到了管道许可证，并在我出生之前重新与父亲取得联系。山姆是一个谨小慎微的人，在曼哈顿高楼迭起的年代，他通过开展管站施工建设，成为一个十分富有和成功的人士。

他是我最重要的人生导师之一。他取得的巨大成功，完全是在一无所有的基础上依靠个人努力奋斗的结果，他的成功让我知道，尽管可能面对一些看起来不可逾越的障碍，但只要一心一意，高度自律，也一样能取得不俗的成绩。山姆挺过了大屠杀，成了一个经济富有、举足轻重的人，而我根本无须跨越那么多遥远而艰难的障碍。

我的母亲是我生命中的另一盏明灯，代表着智慧的灯塔。她以及她的4个兄弟姐妹在战争爆发之前的波兰都接受过精英教育，最终挺过了这场战争。我的母亲可以讲5种语言，终生都在阅读法语和德语书籍。她虽然身材并不高大，却是我所见过的最坚强、最有韧性的人之一。而我的父亲属于外向型，他平易近人的特点，是我全部销售技巧的源头所在。

我的兄长激励我，即使面对艰难险阻，也要勇于奋进、争取成功，而我的母亲则激发了我的求知欲，让我对知识的积累有一种狂热。她还遗传给我犹太人的优良传统，那就是不断学习、读书并考上大学。她让我知道学习、学习、再学习是多么的重要。这是影响我人生最重要的因素之一。

我的母亲成长在一个富有而有名望的家庭，随后，尽管自己毫无过错，她却不得不承担着家庭失散、朋友别离和生活动荡的痛苦。如今她每周需要拼命工作80～100小时，工资微薄，甚至无法给自己的孩子买一辆玩具火车。你可能认为，在这样的情况下一个人会变得满腹愤怒、心怀怨恨、生活凄惨,但我的母亲并非如此。她理性地接受了生

活的变化，毫无疑问，原因是她为自己仍然活着而感到万分庆幸。她从不过分重视金钱或物质财富，她的目标是维护内心的坚强。她知道，生活是如此脆弱，自己的安全是如此卑微。我的母亲从未丢弃自己的求知欲，同时，这位身材矮小的妇人从未因任何事情而退缩止步。

父母所经历的苦难生活，加上我自己觉察却尚不能理解的灰暗的成长背景，更加让我的母亲下定决心，让我尽可能地接受教育，而我也这样做了。但对我来说，生活最终好像是一场悲剧性的讽刺，母亲良好的教育背景对她生活状况的改善并没有起到什么作用。

除了很少的例外情况，我的母亲从不提及那场战争。她说，自己的父亲把家族的财富埋在了地下室里。不断有人根据家族的记载，回去寻找那些埋起来的财富，但家族中只有孩子才从这场战争中存活下来。我们甚至都不知道，母亲的兄弟姐妹们还能不能找到家的位置。

高中的学习经历以及无牌照出租车

除了家庭因素之外，高中的学习经历也影响了我的性格养成。当最终达到年龄去高中学习的时候，我通过了严格的认证考试，最终被一所工程学校——布鲁克林技术高中录取，这所学校专业讲授工程学、数学和科学知识，有6 000名男学生，都是书虫和极客。我之所以选择这所学校，是因为当时我自认为想要成为一名电子工程师。如今看来这个想法可能有点可笑，但当你只有13岁的时候，想要清楚地认识自己或者认清未来的发展方向，可不是一件容易的事情。

很不走运的是，这所学校坐落在布鲁克林最混乱的中部地区。我的朋友都一脸苦相，我们不可能在放学后还组织活动，而希望成立足

球队、篮球队，或者树立任何形式的学校荣誉感，只会遭到人们的嘲笑。我毕业之后的那一年，学校开始招收女学生，我刚好没有赶上。

由于入学难度很大，在该校学习也就是接受高等精英教育。我遇到过聪明透顶的同学，他们继续前往哈佛、麻省理工及其他顶级大学就读，但这并不是一个能够帮助人们锻炼社交技巧或者搭建友谊平台的地方。

在我就读大学之前的那个夏天，母亲挤出一点钱，给我买了一辆1968年产的福特都灵，这是一辆有八道立体声播放器的车。于是我开始了在纽约城里的汽车驾驶员工作，这实际上是对无牌照出租美化之后的称呼。这也意味着，我提供了有偿的汽车服务，却没有出租车牌照，也没有其他任何证件让我提供的服务合法化。但我努力做好服务，也只有在纽约，才有这种不符合法律但有现实需求的服务存在。

我每天工作10小时，赚到了不少钱。自然，我也遇到了许多诡异、奇怪以及疯狂的人。人们使用无牌照出租车不是没有理由的，我服务的客户包括吸毒者和妓女等，我会开车把他们送到纽约城里那些最诡异的社区。我做这些的一个完美的理由就是为大学积攒学费。在那个夏天快结束的时候，当地的房主甚至找到我的母亲，告诉她我做得有多好，因此我一直认为，这项工作可以作为我最后的退路。

更高等的教育

从高中到无牌照出租车到大学，我一直在不断地成长。我获得了芝加哥伊利诺伊理工学院（Illinois Institute of Technology，简称IIT）的奖学金。我不想待在纽约。尽管我明白，有钱能使鬼推磨，但我同时也知道，自己家里并没有什么钱。我当时在纽约没有社交圈，只想走出去。尽管如此，我还是希望能够住在城里，因为某些原因，伊利

诺伊理工学院对我很有吸引力。随后我到了芝加哥，却发现该学院是芝加哥南城最糟糕的区域之一。

我注册了工程学的课程。在选修工程学3周之后，我与一位来自布鲁克林的朋友一起上数学课。老师给我们出了一道微积分数学题，有一个灯塔的照明灯在30度角的位置进行扫描，每分钟移动3次，我们需要推导出该灯扫描区域的计算公式。我和朋友互相看了一眼，合上数学书走出了教室：我们根本不可能成为工程师。我们俩都转入了工商管理专业。我最后就读于伊利诺伊理工学院的斯图尔特商学院。

从斯图尔特商学院毕业之后，我又在芝加哥肯特法学院（Chicago-Kent School of Law）就读，这是伊利诺伊理工学院的法律部。对于学习法律或者成为律师，我从来就没有什么激情，我只是想将来工作的时候不用受其他人指使。我早就知道，自己并不适合企业的经营管理氛围。我的理想是拥有自己的产业，希望通过获得法律证书和注册会计师证书来实现这一目标。我法学院的大一同学会大谈特谈他们的法律热情，他们如何一直希望成为律师来救助儿童、保护环境、扶危济困。当他们让我说的时候，我唯一想说的就是，自己不希望为任何人工作。讽刺的是，最终我还是在一家世界上最大的公司工作了一段时间。但即使这段工作经历，也不能把我转换为一个安分守己的公司雇员。

取得证书

在法学院时，我十分热衷于取得各类证书，这可能部分是因为我母亲很重视学习研究的缘故吧。曾经激发我考证的动力在于，我认为各种证书会让我更容易地找到工作，但80封拒绝信证明了我这种想法错得有多离谱（随后又有了更多的拒绝信）。我原以为，不管是在公司工作还是自己创业，注册会计师证书与会计证简直是绝配。在取得

会计学学士学位之后，我已经具备了足够的会计背景，开始朝着注册会计师证书进发了。

在法学院读大四的时候，我报了一个注册会计师的辅导班。这些辅导班与大学课程一样需要投入巨大的精力，提前要做大量的预习。辅导班每周开课两次，每次3～4小时，随后我还不得不去参加周六早上的辅导班。

有意思的是，当时班上坐在我旁边的人就是乔·斯巴克斯（Joe Spokas），他最终成为塔拉证券的代表（随后我们会展开这个话题），然后他又成了我在富勒姆财务管理有限责任公司（Forum）的合伙人之一。这就是缘分！

辅导班的学习十分枯燥。在6个月的时间里，我要参加法学院的课程，从事法律职员的工作，同时还要参加辅导班。我一直保持自律，全神贯注，因为我坚定地认为，这就是一锤子买卖，下学期我就要从法学院毕业了。复杂的注册会计师考试由4门课程组成，我们可以一次通过两门，随后再通过剩下的两门。当时，只有18%～20%的学生能首次通过全部的4门考试。我充分利用每一分钟的闲暇时间加强学习。考试之后，我的生活恢复了正常，在考试结果发布之前，还要经过几个月的焦急等待。同时，我还要回来补习法律课程。是的，我终于通过了！

从法学院毕业的时候，我手里同时拿着法律学位和注册会计师证书。随后我要面对的就是律师资格考试。我报了另一个辅导班，这次专攻法律知识。就像身边的同学一样，每次一想到通不过考试，我就感到压力山大。当时并没有什么合适的侍应生工作，如果通不过这次考试，天知道我会怎样。

原本还有一项名为注册金融顾问的测试，这是与注册理财规划师（CFP）相对应的一项测试。鉴于我有法律和会计的专业背景，我参

加了注册金融顾问的第一级测试，并顺利通过。最终注册金融顾问测试与注册理财规划师测试合并了，这也就是我成为注册理财规划师的全过程。

作为注册理财规划师和注册会计师，我获得了个人理财顾问（PFS）的入场券，该职业只有那些同时属于注册理财规划师以及美国注册会计师的人才有资格从事。作为一名美国注册会计师，就意味着要遵守一系列职业道德的约束，具有一定的金融规划从业经验，并通过了综合而严格的个人理财顾问考试。该证书突出了注册会计师在个人财务规划方面的专业技能，并体现了更高的业务技能和知识要求。

许久之后，当开始为一家经纪公司工作时，我又通过了证券经纪人考试（系列7和63）。由于我属于公司高管，因此还需要参加难度更大的系列24考试，同时还需要取得保险从业资格。此外，在我从事律师职业的时候，我们一度在房地产市场上开发业务，因此我还需要取得房地产从业资格，然后向那些真正的房地产经纪商授课，教授他们关于房地产收盘的知识以及房地产法律的相关要求。

法律执业和会计知识讲授

遗憾的是，尽管我以班级前10%的优异成绩从法学院毕业，却并没有把在芝加哥肯特法学院工作作为最优先的考虑对象。我努力投简历却四处碰壁，之前已经提过，我收到了80封拒绝信。在以后的很多年里，我都保留着这些拒绝信，作为对自己的负面激励，我决心再也不能像那样一败涂地了。

由于没有人雇我，同时自己也不想进入律师事务所，因此我法学院的朋友乔·哈德兹（Joe Hudetz）决定和我一起，在伊利诺伊州的橡

树溪开办一家律师事务所。当时我没有钱，也没有什么规划，自然我们也找不到客户。当完全靠出卖法律为生的时候，你还能指望我们提出什么有价值的法律建议呢？基本上我们都是在乞求别人的雇用，因此我们声称自己比其他任何人的工作效率都高，收费更少。我们只想生存下去。

开业最初的90天是我生命中最为艰难的一段经历，我现在都不知道自己是怎么走过来的。乔有点小钱，而我一无所有。为了启动业务，我们把更多的钱花在了社交上，而不是项目费用上。我们唯一的优势在于，乔来自伊利诺伊州杜佩奇县的一个庞大而和谐的家族。他广泛的交际圈让我们有机会去接触别人，但是说到收费服务，则完全是另外一回事了。乔提供了公司的启动资金，这样我们才能继续下去，我才有钱吃饭和付房租。我一直对乔提供的资助不胜感激。

在接下来的几年时间里，我四处发表演讲。我就像一名年轻的喜剧演员，试图在卡茨基尔地区的演艺界扬名立万，只要有邀请，来者不拒。如果不熟悉演讲题目，我就会通过学习把它弄懂。不管是在教堂的地下室，还是扶轮社（Rotary club，一个服务性社团组织），或者房地产公司，面对任何群体我都愿意站出来，试图赢得相关业务。或者努力，或者挨饿，曾经的饥饿恐惧症让我一往无前。这里所说的饥饿恐惧症，实际上是对失败的恐惧，在我的大部分职业生涯中，这都是我前行的重要驱动力。

而从长期来看，在我刚开始工作的时候，就进行了这么多公开演讲，这对我的整个职业生涯都助益很大，因为到目前为止，我演讲时还从未被任何听众吓住。我认识有些人，即使只是想起自己要面对一群听众，就会吓得呆若木鸡，但我并不在他们的行列。

渐渐地，这些工作开始展现成效。我找到了房地产经纪人和保险代理人，他们愿意与我们开展业务，或者牵线搭桥给我们介绍业务。乔和我都具有注册会计师资格，因此我们对自己的业务定位主要是在

税法和房地产法方面。1978～1979年的时候，高税率和高通货膨胀率共同推动了房地产市场的繁荣和房地产避税服务的兴起。我们提供的服务有房地产、企业交易，同时也接受遗嘱和信托业务，只要是不涉及去法院的业务我们都接，因为在法学院的时候，我的出庭经历可说不上是成功：在进行法庭模拟审讯的时候，我竟然在与自己妻子的辩论中一败涂地！

跟我一样，乔的兴趣也从来不在法律方面。我们为他亲戚的公司提供了一些法律服务，最终乔加入了他们的公司，而我则转战塔拉证券。乔的职业经历相当成功，我们依然保持着密切的联系。当我走出法学院，开始与乔一起创业的时候，也同时开始了自己在伊利诺伊理工学院以及贝尼迪克坦学院作为会计学业余讲师的生涯。我当时需要用钱，因为法律业务带来的收入几乎可以忽略不计。

在作为业余讲师的第二年我终于取得了重大进展，令人遗憾的是，这些成绩的取得，与某人的过世密不可分。斯图尔特商学院的一个教授去世了，我得到了一份会计学正式讲师的工作，这就意味着，我需要承担会计和成本会计的全部教学工作，包括晚自习在内。在开始法律执业的最初几个月里，每周有3个早晨，我需要从位于伍德里奇（芝加哥东南郊区）的家里出发，开车到芝加哥南城，并进行1～2小时的授课。随后我要回到法律事务所，开始自己那门可罗雀的业务经营。每周有两个傍晚，我需要回到芝加哥南城，讲授会计学的研究生课程。

这种状态持续了6个月，我意识到这样下去自己的身体早晚会出问题。晚上回家的时候我几乎一言不发，因为早已精疲力竭。然后第二天，我还要挣扎着起来，重复同样的事情。这些工作并不需要多费脑子，但是对体力要求却很高，而我恰恰并不具备这些条件。当时的我身体和精神都几近崩溃。每周讲授3门课程9节课，大学每年付给我两

万美元，这在1980年可算是不少的钱了。但从当时我的生活和工作计划来看，这种负担太重了。

法律执业遇到的问题

早些年间，我还是喜欢法律执业的部分工作的。在起草房地产计划和业务销售书的时候，这其中的创造性工作对我来说是一种享受，而对于设计出一个5个步骤、税收递延型的房地产交易计划，我也乐在其中，其中的复杂程度让我着迷。此外，我还很喜欢会见新的客户。我总是喜欢观察人们是如何创造财富、白手起家的，这一切都让我惊叹，我坚信这都是美国独一无二的奇迹。在法律执业过程中，我见过许多企业家，他们从一贫如洗到家财万贯的事迹，激励着我在他们的生活中扮演更重要的角色，而不仅仅是提供法律咨询服务。

服务单一也有一些缺点，有些客户要求我每周工作80小时，提前把所有东西都准备好，却在90天的时间里拖着不支付服务费。我希望寻求一种更加积极的业务模式，让我可以拓展与客户的交流范围，这样，我就可以就客户的所有法律和财务问题提供建议。我也在为自己找寻展业的全新模式。

个人与专家

写下这个引言的目的，是为了在本书的故事真正开始之前，让读者知道对我生命影响最大的因素有哪些。对于自己是谁，自己的信念是如何树立的，我已经试图进行简单的介绍,我想把那些对自己影响最大的因素提炼出来。

在我的职业生涯中，我努力帮助客户创造并保管财富，同时让自己能在夜里安心入睡，为此我克服了重重困难。作为企业家和理财顾

问，我的个人生活与职业经历交织在一起。我向客户提供的各种财富管理的建议，都源于自己多年的个人生活和从业经历。

在我二三十岁的时候，我把成功定义为赚钱和生活。许多人刚开始都是这样定义成功的。但也正像许多有了孩子并且取得一定成功的人一样，我开始沿着马斯洛（Maslow）提出的需求层级向上攀爬。很快，我最看重的事情就变成了让孩子们健康幸福，我也开始更多地考虑精神的充实和满足。

这些年来我对成功的定义不断变化，这从辛勤工作、养育孩子、充实生活的个人角度来看，显然是再正常不过的了。真正的成功，应当是财务充裕、身体健康和自我价值实现等多种因素的结合。成功越来越少地与金钱和物质相关，而越来越多地与家庭、朋友发生关联。但即使这么说，有钱也并不是什么过错。

当回首过去30年的从业经历时，我真心希望，自己再也不用通过那些惨痛的事实来吸取教训了。2008年的金融经济危机再次证明，我需要面对的惨痛经历仍然没有结束。尽管这样，我依然希望把自己的故事与读者共享，因为我希望帮助其他人避免我曾经犯过的错误。尽管故事是从个人的角度展开的，但也与这些年投资界的整体演进密不可分。我的故事充分展示了那些传说、错误、幻觉和妄想，对其他的咨询顾问、资金经理和投资者来说，我这些年来的经历，他们也都概莫能外。

---

1. 《芝麻街》是美国公共广播协会制作播出的一套儿童教育电视节目。
2. 欧吉、哈丽雅特，20世纪50年代经典美剧中的人物。

第1篇

一个理财顾问的成长：

我的经历、我的世界、
我的客户和我的公司

第1章
故事的起点

在本章中，我将向读者说明本人目前为客户提供建议所借助的投资哲学的起源。由于投资哲学本身枯燥而又抽象，我想尝试以一种尽可能个性化的方式来表达，通过讲述我作为一个理财顾问的成长故事，让这种哲学更加贴近生活。本章和第2章所讲述的我个人的成长故事，将会引出我在本书后续章节中详细讨论的主要概念。我希望，通过对我个人相关工作背景的描述，能让读者对这些概念的理解更加容易一些。

通货膨胀、滞胀和高利率

我觉得在开始讨论这几个概念之前，有一点十分重要，那就是向大家简单介绍一下故事开始时，即1978～1982年的宏观经济状况。1971年，通货膨胀率已上升到4.5%的水平，为抑制恶性通货膨胀，美国总统理查德·尼克松（Richard Nixon）祭出重拳，实施了控制工资和物价的经济政策。短期看来，这项政策效果显著，但长期来看，却适得其反。尽管存在争议，但还是有很多人认为，正是该政策导致了20世纪70年代末的滞胀，以及80年代初的通货膨胀。

不知道读者是否听说过“滞胀”？这是一个宏观经济学词汇，是指通货膨胀与经济停滞（或称缓慢增长）甚至衰退并存的时期。

当时，通货膨胀水平急剧恶化，其上升速度前所未见。到了1979年，通货膨胀率居然达到了11.2%的水平。吉米·卡特（Jimmy Carter）总统执政后，为了抑制通货膨胀，美联储实行了紧缩性货币政策，大幅提高了利率水平。但是结果事与愿违，通货膨胀率在1980年进一步上升到了13.6%，与此同时，经济增长几乎陷入停滞，失业率在1982年高达9.7%。在此期间，石油输出国组织（OPEC）在1973年首次向世界展示了其经济强势地位，将原油价格提高了4倍，世界经济体系因此受到了巨大的冲击。在1973年和1974年，美国市场经历了若干年来最严重的下挫。1975年，这个短期经济周期结束。

在此期间，随着通货膨胀率的上升，债券市场利率水涨船高。1982年10月，长期债券收益率高达15%。1981年，按揭贷款利率升至18%，导致房地产市场交易几乎绝迹。当时的社会并无高科技概念可言，更谈不上什么高科技繁荣，互联网和电子交易是很久以后的事情。为了缓解问题，政府把最高边际税率提升到70%甚至更高，并持续到罗纳德·威尔逊·里根（Ronald Wilson Reagan）总统执政时才有所下降。高税率导致很多人做出了大量基于减税策略的“投资”，而这些“投资”除有助于减免所得税外，并无实质的经济意义。因此，对于当时的富人来说，降低过高的税率和规避过高的税负，是驱使他们进行税务筹划和投资的主要动力。那真是一个奇怪的经济时期。

寻找合伙人

在我刚开始做理财顾问的时候，我从没想过自己有足够的头脑来帮助我的客户做投资。我花了好几年的时间，想找到“真正的聪明人”或者“天才”来教我如何投资。然而我却逐渐发现，那些“天才”实际上并没有那么聪明。但毫无疑问的一点是，他们都很贪婪，而且从未将客户的利益放在心上。他们中的一些人甚至拿到了数十亿美元的酬

劳，而我却未能如此。但是，今天这些“天才”已经被市场淘汰殆尽，而我依然活跃在这个市场中。

人的一生总会有些戏剧性的变化。我们早上起床、吃完早餐出门时，也许不会想到当这一天结束时，我们的人生方向会彻底改变。1979年，当我和搭档乔·哈德兹与戴夫·雷迪（Dave Reedy）一起用午餐时，我的人生就是以这种方式彻底地改变了。走进那家餐厅前，我还是一个对前途感到迷茫的年轻律师；而当我离开时，我已经找到了职业生涯中的一个长期合作伙伴。

在本书的引言部分，我提到过我和乔在1978年成立的律师事务所。在律师事务所开办的第一年，由于很难接到足够的生意以立足并维持运营，因此我们主要利用午餐的机会来建立关系网。乔在读高中时就已认识戴夫·雷迪，所以我们想从做房地产的戴夫和他的搭档汤姆·金（Tom King）那里获得几单生意。

1979年对我们来说并不是一个开展业务的好年头。那年，像雷迪-金（Reedy-King）这样的房地产公司都很不景气。滞胀和高利率抑制了房地产市场，致使传统的房地产公司不得不重新考虑如何生存。因此，戴夫和汤姆最终决定开展新业务。

戴夫和汤姆询问我们有没有房地产项目银团贷款和房地产互换延税交易的经验，因为这两方面业务需要资深的证券法和所得税法专业知识和技能。接下来，戴夫让我给他的第一栋公寓楼项目按有限合伙模式起草了一份募集资金的招募说明书。实际上，我是在成功地取得了他的信任，让他确信了我具备这项工作所需要的所有专业知识后，才花了好几个星期学习房地产法和证券法。我们3个很快就成了挚友。

后来我们发现，这项业务进展得太顺利了，以至于戴夫和汤姆除了销售自己的项目外，还不得不销售其他人的项目。这就需要从根本上改变公司的组织结构。按照美国法律，你可以就自己发起的合伙项

目私下向有限合伙人募集资金，但如果资金的募集涉及非本人发起的项目，就必须持有证券执照并服务于一家证券经纪及自营商。实际上，这种情况下你已经算是在发行证券，并成为受到严格监管的证券业的一部分。

戴夫和汤姆也想尝试从事理财规划，他们认为理财规划这一新兴产业将会变得举足轻重。我们都看到了仅仅专注于房地产业务的局限性，因此我们想利用专业知识提供更多的服务。戴夫和汤姆甚至已经开始同一批需要理财规划服务的资金充裕的高端客户打交道了，而当时国际理财协会（IAFP）才刚刚成立。尽管我和他们一样被这个构想所诱惑，想象着每天与有着远见和动力的成功人士会面，并因自己的专业知识获得报酬（这会是一个多么棒的生意），但实际上，那时没人知道理财规划公司应该是个什么样子。

成立塔拉证券

基于这些原因，我们决定成立一家公司。戴夫和汤姆在1981年发起成立了塔拉证券，不久我也加入，这样我们3个成了最初的合伙人。戴夫接受过天主教教育，便提出了“塔拉证券”这个名字。塔拉是拉丁语中“土壤”、“大地”的意思。对于我们这样一个做房地产起家，又转型做证券的公司来说，这是个不错的名字。

原本我们是想找一家规模更大的证券经纪及自营商寻求加盟机会。因此，我们去参加了国际金融理财协会举办的第二届大会。颇具讽刺意味的是，会议地点是拉斯维加斯。出席会议的共有二三十家经纪类证券经纪及自营商。我们想他们应该会有兴趣了解我们公司的理财规划和房地产合伙投资业务。

避税工具 简单来讲，避税工具是减少纳税额的一种手段。纳税人如果可以通过避税工具增加课税减免，那么他们的税后收入一般会增加。从投资角度来看，避税工具更多地是利用所得税减免，而非项目利润为投资者赚钱。如果你的所得税税率是35%左右——差不多就是我写这本书时的比率，那么每1 000美元的课税减免就能让你拿回大约300美元。如果考虑到20世纪70年代末80年代初的最高边际税率，你就会发现，每1 000美元的课税减免差不多能让你赚回700多美元（有些项目每投资1美元会产生2美元的损失）。设想一下，设计一些产生损失而不是利润的投资项目，进而获得课税减免，比获取项目利润容易多了。现在，你已经有了一种避税工具。

当时，干我们这一行的证券经纪及自营商只提供房地产有限合伙形式的避税工具，这至少包括两个人：对公司债务承担无限连带责任的普通合伙人，和以对公司出资额为限、承担有限责任的有限合伙人。正因为后者承担的债务责任是有限的，这种合伙方式通常被用作一种融资手段。为了进行房地产投资，当然要成立房地产有限合伙公司。

在这次大会上，我们见到的有限合伙公司并不仅限于房地产业，还涉及一些十分新奇的避税工具，像宝石、圣诞树、石油以及石版画等。我记得会上还有从事石油天然气钻探、电影、租赁和枪支项目的有限合伙公司，我当时甚至看到了满架子的枪支。他们用了一切你能想得到、能带来巨额计税损失的事物来融资。那是一大群烂人，对我们来说他们的做派太烂，所以我们不可能加盟任何一家这样的组织。结果，这些人大多数都做不下去了——几乎破产。那些参与展示的理财规划就像是来自外星一样受到冷落，没有人关注共同基金或股票市场。几乎没有（或者说聊胜于无的）信号显示，第一批可信的产品供应商和共同基金后来将对理财行业的发展起到极为重要的作用。

那时我们才想到要成立自己的经纪公司。当时只要资本达到5 000美元就可以成立经纪公司，但从事的业务种类有很多限制。后来的结果表明，成立经纪公司是个极为明智的决策，尽管我们当时这么做只是为了能够合法地进入金融理财行业。

还有，创办塔拉证券的时候，改善客户生活质量的信念令我们为之着迷。我们当时很年轻，也自认为聪明，希望建立一家好公司来迎接金融理财这一新兴产业的到来，用前所未见的创新服务来帮助客户。

结果证明，成立我们自己的公司是绝对正确的，尽管当时我们并没意识到这是个多么明智的决定。

创造新的商业模式

逐个地争取新客户的确是开展业务的一种方式，但你也可以借助“影响力中心”使事情事半功倍。在塔拉证券成立之初，戴夫·雷迪、汤姆·金和我就意识到了通过“影响力中心”，例如税务专家和律师来拓展市场的好处。很明显，这个主意就是请求他们介绍生意给你。因为会计师有稳定的客户群而且深受尊重，因此比律师更重要些。不仅如此，他们的工作性质使得他们可以很容易地了解客户是否有用于投资的现金，是否发生投资失误，需要投资建议。我用的是“税务专家”这个词而不是“会计”或“注册会计师”，因为并不是每位会计都是注册会计师。但日常使用这些称谓时，我和大多数人一样，经常交叉使用。

所以一开始戴夫就从这些会计师那里接手一些客户，但除了每年圣诞节送他们一瓶苏格兰珍宝（J&B）威士忌外，就再没法付费了。向他们付费是违反证券法的，因为要获得佣金必须持有证券执照，所以为我们介绍客户对于会计师来讲并不划算。

会计师的主管部门是美国注册会计师协会（AICPA）。塔拉证券刚成立的时候，注册会计师协会规定不允许该协会成员涉足金融服务领域。幸运的是，就在我们想与会计师合作的时候，美国联邦贸易委员会（FTC）起诉注册会计师协会，使其不得不更改了这项规定。这个转型是一项巨大的变革。

最后我们突然想到，还是可以这样开发客户和进行销售的，但与我们合作的会计师需取得必要的执照，这样他们就可以从相关客户的交易中拿到一部分佣金或介绍费用。这并不是为了让会计师们去销售证券，而主要是解决我们和他们合法地分享佣金的问题。我们真的发现了新的商业模式！让会计师们取得执照，他们不仅可以向客户提供建议，也可以在我们向客户提供建议时拿到薪酬。

商业模式的打造

正当我们想办法打造这个有助于拓展业务的商业模式时，我的朋友伯恩·赛维（Brian Savage）在1984年也加入了我们。伯恩是一位主要从事报税业务的注册会计师。我们请他加入塔拉证券成为合伙人，并让他搬到了我们的办公室。因为当时塔拉证券几乎没有什么价值可言，所以用我们的业务交换伯恩的业务，对我们来说是很划算的。

和其他会计师还有税务专家一样，在报税季节，伯恩必须从早上8点一直工作到晚上8点来处理业务，客户接连不断。伯恩在和客户谈完之后，便把他们领到旁边的办公室说："和戴夫再谈谈吧。"戴夫就会试图让这些客户为他们的退休账户买些共同基金或其他别的什么产品。这是我们有史以来获得新客户最容易的方式了。我们很快领悟到，通过和更多的税务专家更紧密地合作，可以从根本上改变我们之前的销售方式和业务前景。

尽管当时税务专家都认为佣金是严重的利益冲突，但我们还是在1984年建立了与第一位非合伙人外部会计师的合作关系。这个想法极

具创新性，因此我们不再寻找新的客户，而是寻找拥有300～400名客户的税务专家，这样我们就能够借助他们的业务关系寻找客户。我可以花掉所有的时间自己建立三四百名客户的业务关系，也可以找一个已经有这么多客户的人，与他开展证券业务合作并分享一切收益。这就是基本概念。

我们意识到，我们发现了一个很棒的经营模式，因为会计师们已经取得了客户们的信任，并想使客户关系扩大化和多样化。逐渐地，我们发展出咨询、教育及服务基础客户群的不同方式。

会计师们既是风险厌恶者，又善于分析，与我们风险厌恶的属性和资产配置的方法契合度极高。他们面临的最大风险就是失去客户。我们发现，会计师是强势的合作者，他们需要的是以合理的价格帮客户买到适合的产品，而这恰恰成为我们看待金钱和挑选投资产品的动力。

会计师并不是只受金钱的驱使，客户才是他们最重要的财富，所以他们不会做任何辜负客户信任的事情。而且，他们已经有了谋生手段，所以大都不会为了赚点钱就向顾客强推产品。

商业模式的演化

和几位业内先锋合作是一回事，大规模合作则是另一回事。后来，我们认识到，给每一位会计师做一次产品介绍并不是一种可扩大规模的商业模式。我们不可能为了每一笔2 000美元的个人退休账户（IRA)投资去见所有会计师。

我们决定，不再派塔拉证券的负责人去一笔笔谈生意，而是开展积极的营销、培训和合规服务，让会计师们自己来做销售，这就是我们商业模式演化的最终结果。我们对于会计师的价值定位是：你做投资顾问，我们负责为你准备向客户提供投资建议时所需的一切。我们

提供的是一个整体的支持架构：我们为你提供资产配置模型，我们来做所有尽职工作，我们为你提供所有的培训和合规服务。你负责维护客户关系，并向客户提供真正有利于他们的投资建议。这样我们就有了两类客户：会计师以及会计师的客户。

就在我们刚开始推出这个商业模式的时候，马库斯·海因里希（Marcus Heinrich）加入了公司，并负责会计师的招收工作，使得这项工作的系统化程度远超以往。他开发了塔拉项目以支持和培训会计师，以便让他们考取注册代表资格,从而取得销售证券的许可。马库斯全身心地投入到工作中，为会计师的招聘和培训工作带来了前所未有的活力，他将我们的公司提升到了一个新的层次。

伯恩是一位注册会计师，也是前国税局税务专员。伯恩了解会计师们的想法，和他们也聊得来，这有助于我们相互沟通。因为有在国税局工作的经历，他在帮助塔拉证券建立财务控制方面起到了关键的指导性作用，也成为合规方面的负责人。他的确对当时的监管环境十分熟悉。众所周知，众多小证券经纪及自营商常常因为不小心陷入合规问题而声名狼藉，而由于伯恩的存在，我们从来就没有这些麻烦。他是我们的财务主管——相当重要的一个职务,他确保了我们零违规的记录。这虽然一方面归功于我们的产品和销售代表，但最重要的还是归功于伯恩的工作。

霍华德·凯特带来了保险知识和培训技巧。他在保险行业有多年的经验，其培训类的专业知识来源于做商科老师和销售两方面的经历。我们对保险业一窍不通，保险产品看似极为复杂和神秘，但当我们真正需要了解一个产品的运作时，霍华德会帮忙进行深入剖析。他将我们处理保险产品的能力提高到了一个新的层次。

特里·加拉格尔（Terry Gallagher）为我们提供了银行和信托方面的经验。他很早就接触过信托类的付费业务，也了解信托的运作方式，并能够向我们进行讲解。

为独立证券经纪及自营商创造新型价值主张

我们当时在发展独立证券经纪及自营商方面也处于起步阶段。在那之前，大部分的顾问、经纪人或注册代表都是美林（Merrill Lynch）或美邦（Smith Barney）这样的大型零售券商的雇员，公司规定了他们应当如何向客户介绍产品，应当销售什么产品（可能你不大熟悉零售券商这个词，它是对大型华尔街公司的旧称，起源于前电子时代连接不同分支机构、各交易单位以分享金融信息和价格的通信系统）。独立证券经纪及自营商没有销售母公司产品的压力和义务，所以对于这类新型公司的投资顾问来说，他们的客户利益高于一切。

监管部门比较熟悉零售券商注册代表集中于一地的这种运营方式。如果我们签约非本公司职员的兼职代理人，就必须证明他们可以在没有主管现场督导的情况下，合法操作并遵守职业道德。会计师就是这类独立证券经纪及自营商最合适的人选。

我认为独立证券经纪及自营商的出现是最符合客户利益的。除此之外，我们的顾问不仅是独立的，而且作为会计，他们还具有良好的专业知识。他们不仅理解相关数据，还十分了解客户，他们所缺少的只是一个基础架构平台。我们的任务就是，向他们提供这样一个平台，使其能够向客户提供适合的投资方案。这是个新生事物：真正为客户提供适合的产品。

我们开始通过贸易展会和其他项目发展新人。销售代表出于不同的原因加入我们，他们可以发展更加广泛和多样化的客户关系，也可以使得收入来源多元化。总之，税务专家对客户十分负责，而且他们中的大多数见过金融服务被滥用的恶性案例。在这些恶性案例中，税务专家唯一能做的就是将损失填入报税单，并指出："这个投资实在很失败，你若是能在操作之前和我谈一谈就好了。"你在和会计师的谈话中也会一遍遍地听到这样的话："真抱歉没能帮到你，我参与进来时已经太晚了。"

避税工具和有限合伙的教训

在塔拉证券成立之初的几年里，我们仍然大量参与有限合伙和避税工具业务。早年职业生涯的这段经历对我来说是惨痛的一课，改变了我对风险的理解。我开始明白，管理财富其实就是管理风险。

在我做顾问的最初几年里，选择有限合伙形式的避税工具是我们工作的重点。避税工具现在几乎无人问津，但那时却很常见,因为那时的税务体系与现在大不相同，而且许多投资是为了避税才进行的。极高的税率意味着，以金额衡量，成立有限合伙带来的潜在课税减免要比以往任何时候都更有价值，而市场上也存在大量灰色的机会。客户们主要是需要课税减免，如果同时还在投资上赚了钱，就当是意外之财了。

我们努力寻找一些具有经济意义背景的项目，更重视潜在房地产投资的价值，而非税盾。典型的情况是，我通过卖给客户房地产有限合伙企业和让他们入伙，为他们每1美元的投资节省1～2美元的税金。在最高边际税率达70%的情况下，这看上去是合理的。

我当时相信了这些交易的推销人。他们声称，尽管他们收取相当高昂的费用，但的确物有所值。我确实相信这对客户是最有利的。毕竟，我的客户一心想要节税，就算我不卖这类产品给他们，他们也会到别处去买。

出售这些有限合伙企业的人表面上看起来好像很聪明，机智而又老练。和当时的其他证券经纪及自营商不同，我们花了很多时间对我们出售的房地产合伙企业做尽职调查[注]，甚至亲自去项目现场考察房地产。到1984年，这些项目保荐人的名声变得不大好，能力远不如前，我们否决了大多数项目。我经历了一番教训才艰难地认识到，这些推销人，也就是普通合伙人，一直在赚钱，不论客户是否有钱可赚。实际上过了很多年我才意识到这一点。尽管在当时，我们已经对

一些我们想与之合作的人感觉不太好。我记得有一次到加州，去拜访作为某古迹修复项目银团贷款牵头贷款商之一的一位普通合伙人，因为享有投资税收抵免，这类项目的需求量很大，通常几天便销售一空。我要见的人迟到了一小时，所以我就有时间在他们的办公室四处走走，和大家聊聊。尽管我很欣赏他们挂在办公室墙上的那些精美的项目照片，但我发现，没有人在那里待过6个月以上，也没人对房地产有任何深入的了解。但是，他们确实拿出了一些我所见过的最好的营销材料。我们后来决定，不去承销他们的项目。此后大概不到一年，这家企业果然破产了，而且他们发起的其他合伙企业也破产了。

这种现象越来越明显，有太多的银团贷款商不计成本地以高价买下房地产，通过前端费用[注]获得利润。最终，在1984年，我们停下了房地产避税项目的销售。这个决定十分艰难，因为这类项目佣金十分丰厚，投资者又很乐于购买。然而结果表明，这是我们最明智的决定之一。1986年，国会修改了能够产生所得税减免而使这些项目有利可图的“被动损失”[注]的相关法律，同时赋予这次法律修订具有追溯力。最终，大部分银团贷款组织和有限合伙人，连同与他们合作那些项目的独立证券经纪及自营商，都走向了破产。

反观我们，到1986年，由于早已转型从事共同基金、保险和金融理财业务，因此日子过得还算可以。我们一路走来犯了许多错误，但我们成功避过了一个最大的危险，在一定程度上是因为我们将客户的利益置于自身利益之上。到现在我仍然认为，当时大部分的经纪人和证券经纪及自营商其实都知道，他们销售的项目并不是最符合客户利益的，但因为能够赚到很多钱，他们还是不管那么多而继续销售。这是一个金融服务行业不那么光彩的年代。

尽管我自认为已经做了彻底的尽职调查，而且动机良好，许多投资项目还是失败了，我的一些客户因此亏了本。我当时真是一败涂地，不仅失去了客户，而且名誉扫地。我早该劝说我的客户不去买那

些产品，就算他们坚持，我也应该把他们介绍到别处去。这是个非常惨痛的教训，因为对于这些客户，你再也无法重新赢得他们的信任了。我们原以为那些适合的投资，实际上却并不适合。

因此我发誓再也不要犯同样的错误，再也不要销售缺乏透明度的金融产品。但很显然，并不是每个人都像我一样将这个惨痛的教训铭记于心。

这里我想说清楚：我说过我们逃过一劫，是指我们避免了公司倒闭和破产。我们还是维持着生意，没有被起诉，也没有客户向监管部门提出对我们的投诉。尽管我们对这些项目的想法很幼稚，但公司还是幸存了下来。

但直到现在，我对于任何没有可靠和容易理解的经济基础的所谓项目，还是会极度谨慎。我们相对比别人更早意识到，如果一项投资不具有流动性和透明性，那它一定有本质的问题。每当我听到“某某十分聪明，他知道自己在做什么，所以你就应该相信他”这种话时，我也是十分谨慎的。

2008年，我们不但看到了欺骗和欺诈行为——尤其是伯纳德·麦道夫（Bernard Madoff）的例子，也看到了向个人投资者销售具有本质缺陷的投资产品造成的严重后果:不够资格的人申请到了按揭贷款；衍生产品的销售和其他证券交易的销售各自为政；对冲基金关门歇业，投资者亏损严重。我为自己和我的客户们避免了这一切损失，因为我已经吸取了惨痛的教训——只投资经济基本面背景好而且透明度高的产品。

理财宝典第一条

不要投资你不了解的产品。如果你所投资的产品流动性差、透明性不高，放弃是最好的选择。

在我写这本书的时候，我无数次地为自己早就学到了这一点而感到庆幸。很显然，在华尔街是学不到这个的。在那里，那些“真正的聪明人”为了推销金融衍生品，忙着编造关于这些产品价值与重要性的故事，渐渐地连他们自己都对这些故事深信不疑。

公司产品的发展

我们依照其他公司的方式建立了自己的理财规划业务模式。理财顾问为个人客户撰写一份理财规划书的收费是2 500美元。现在看来这违反我的直觉，但在当时，新兴的金融规划行业认为这样的规划正是客户需要的。我们并没有另辟蹊径，而只是顺应了市场潮流。仅从当时已经有相当多的理财软件开发出来的事实，就可看出，这样的理财规划并不是新想法。

尽管有多种多样的软件包可供选择，但这些软件还处于初级阶段，输出数据过于庞大，而且多是些千篇一律的东西。这些软件要求客户提供大量的私人信息，涉及他们生活中经济和财务的方方面面，而事实上几乎没几个客户手头会有这些信息。在对待风险的处理方式方面，八九十页的理财规划书显得过于冗长，更使得客户无法按照他们喜欢的方式与理财顾问沟通。客户们看到一大摞的资料时往往一脸茫然，他们会说：“就直接告诉我这说的是什么吧。”客户们并不想看理财规划书，当然就更不会想付那2 500美元了。

理财宝典
第二条

客户真正需要的是一份“处方”，就像他们从医生那儿拿到的那种。每次只告诉他们做一件事。

我们很快意识到，客户是不会花钱买这样的理财建议和详细规划的，而时间证明我们的判断是对的，他们要的只是一张摘要而已。如果你一下子要客户做6件事，他一件也不会做。所以，你就只能以吩咐他做第一件事作为开始。根据我们的了解，客户希望有一对一的沟通，简明扼要的书面规划，并在他们需要时能够得到顾问的帮助。客户需要的是见多识广的顾问，顾问要有适当的人生经验以便给出建议，并且有丰富的客服经验，懂得哪些建议会有效，而哪些建议是白费功夫。

塔拉证券引入共同基金

我们那时还决定开始销售共同基金。虽然做出这一决定不能归功于我，但这确实是一个颇有远见的决定。关于这个决定的一个趣闻是一篇著名的、1981年发表于《商业周刊》（*Business Week*）的封面报道，其中宣称经过20年的熊市之后，股市已经是穷途末路。这是我发现金融媒体大肆鼓吹的内容和真实市场情况大大脱节的早期经历之一。这个预测正是在美国有史以来最强的牛市即将出现之初宣布的。我开始明白，当金融媒体宣称别去碰某些投资时，可能正是投资这些产品的最佳时期。反之亦然，当媒体告诉你投资什么的时候，可能别去尝试跟投才是对的。

理财宝典
第三条

不要轻信和盲从金融媒体的投资建议。

销售共同基金是一项新型业务。当时并没有像晨星公司（Morningstar）或其他比较主流或者全面的公司做共同基金的深入调查，也没有多少只共同基金可供选择。1980年大概只有500只共同基金,在1982年牛市开始时道琼斯工业平均指数突破1 000，到1983年共同基金就超过了1 000只。现在的投资者可能会很惊讶地发现，在当时要介绍共同基金，必须先解释什么是股票，然后解释什么是债券，以及债券和股票的区别，最后再说明什么是共同基金。

在那个时候，你希望客户可以买一两只基金。基金公司给出的宣传材料平淡无奇，根本没办法帮助我的客户了解什么是共同基金，为什么他们需要买共同基金，以及为什么要选其中的某一只而不是别的。现在我们也记不清楚共同基金曾用过哪些名称，例如股票收入基金、资本增值基金、大型混合型基金，或是成长收益型基金。我们当时想要寻找的是具有长期业绩记录可供追踪的基金，而这类基金并不多。几乎所有的共同基金都有前端申购费用，其中知名度最高的就是1950年开始发售的普顿（Templeton）基金，它以8%的前端申购费用(注)为经纪人们所熟知。

我们那时销售共同基金的方式和现在大不一样，因为当时没有互联网，客户基本上接触不到关于投资的及时的、有深度的信息。我们会对客户说：“买这只共同基金吧，你在四五年内都不用担心。”客户除了听我们的话，基本没什么别的选择，因为他们并不想调整投资标的，也不想再另付申购费用。结果证明这还是比较成功的，因为客户不可能每天晚上去互联网上查询他们投资组合的市值变化，然后决定

是需要节衣缩食还是去度假。回想起来，我发现，掌握太多的信息并不一定会让你做出更好的投资决定。

理财宝典第四条

资讯过多会导致分析失效和冲动决策。

对于客户，我的目标就是尽快地让他们的资产增值。我们并不觉得自己是股票经纪人，尤其不是那种每周给客户打电话讨论新的投资想法的经纪人，我们认为能给客户创造的最大价值，就是帮助他们从投资中获得回报。我们当时面临的挑战是让客户投资共同基金买股票，而不是把钱放到银行存大额定期存单。我们要与美林、美邦这样的华尔街的零售券商竞争，他们认为自己比其他任何人都聪明，也做得更好，所以应该是帮助客户赚钱的最佳选择。我们该怎么和他们竞争呢？我们是独立的，当然也是想帮助客户赚钱的。我们希望选择好的共同基金，得到丰厚的回报。后来我们逐渐明白这是个错误的价值主张，因为没有把风险考虑在内，但这的确是我们在20世纪80年代初期所笃信的。我们作为一家公司，当时所持的价值主张就是，寻找足够聪明的人来帮助客户在投资中获得高收益。

我在前面引言部分中提到，我是注册金融顾问，也是一位个人理财顾问。在美国，作为一名理财顾问，有一点比较讽刺的是，在法律上，你只需要一份证券执业资格许可就可以向大众提供投资建议。拥有证券执业资格许可只能证明一个人理解金融产品和法规的大部分基础内容，却并不意味着这个人真的能够胜任提供投资建议的工作。尽管我越来越有兴趣在财务和法律事务上帮助我的客户并提出建议，但我一直觉得受到真正的教育、取得资格认证和资信良好才是最为重要

的。我个人的价值主张就是，为了能给我的客户提供最好的建议，要坚持学习以获得必要的知识和资格。

引入资产配置

1984年，我参加了国际理财协会的另一次大会。奇奇怪怪的避税产品变少了，多了一些共同基金的代理人，还出现了在当时不管对于市场还是我们来说都非常新奇和陌生的想法：资产分配。只要你停下来想一下，资产分配的构想在本质上和直觉上都是合理的，就像一个简单的道理：不要把鸡蛋放在一个篮子里，以防万一那个篮子发生什么问题。我第一次考虑到了投资回报以外的东西，我也在考虑怎么去保护投资回报和进行风险管理。我想到了一种方法，就是把投资额分成几部分分别进行投资。这就像是把一打鸡蛋放进4个或更多不同的篮子里，以防范整体投资风险。当然，从投资角度看，涉及的问题就更复杂了。

用资产配置的方式进行风险管理是我整个投资生涯中最重要的主题。在本书后面，特别是第5章和第6章，我会详细讨论资产配置这一主题。这里出于叙事的需要，仅做一段简要的解释。

资产配置就是把钱投资在不同的资产类别。一个资产类别是由在市场中具有相同风险/回报特征的不同证券组成的。在你决定采用资产配置时，把钱投资在属于同一资产类别的几只不同证券上，比如说，买几个不一样的10年期债券，或几只不同的大盘股，这样做并没有实现我们追求的分散投资。

看起来这里面大有学问，我下了决心使用新的软件设计出最好的配置方式，找到资产组合的最优方法，以最低的风险实现最高的总体收益。我对资产配置和分散投资的构想极感兴趣，但我得自己弄明白

如何将这些复杂的想法付诸实践。我买了一份最早的资产配置优化软件，用一台IBM 286电脑开始研究，是那种屏幕显示绿色光符的个人电脑。所谓资产配置优化，当然就是寻找最优资产配置模型。

风险的重要性

我逐渐开始明白，风险这个概念是所有关于资产配置讨论的基础和核心。风险和投资管理息息相关，其于投资管理的重要性丝毫不亚于投资回报。常识认为，只投资一两只证券，或只投资一两个资产类别，都具有较高风险。这种常识性的认知引出了另一个问题：要组合多少种不同类别的投资才能够降低风险呢？不同投资类别的差异性体现在何处呢？是指两只不同的股票或是两只不同的共同基金吗？我们接下来马上就讨论这些问题。

我想要弄明白这些事情，是为了对客户提出的问题做出相应的解答。每个资产类别都有一系列特征和绩效历史。绩效是由价值或回报的潜在增长，还有该资产类别的风险定义的。市场风险的定义也是困扰了市场参与者和学术专家们很久的问题之一。我能想象到不计其数的关于风险的定义。后来市场共同将风险定义为波动性，因为采用一个不完全令人满意的衡量标准，总比没有标准要好。波动性由标准差来衡量，这是一个统计学指标。

现在回想起我当时要做的事情，我惊讶地发现什么都没做成。在金融界的高端领域，资产配置是个极为复杂的概念。当年我使用初级软件和那个性能极低的IBM 286电脑做分析的方法，和现在的分析方法相比，有着好几代的差别。但对我们来说，这是个很单纯的启示。它给了我们一个很好的起点，让我们能够做出有关资产分配的明智决定。因此，我们当时感觉自己已经置身于金融领域的前沿。

当时没有培训，我就通过试错法来学习和尝试运行资产配置程序。利用IBM 286电脑，我需要手动输入自己的数据。每一个资产类

别需要3种同等重要的信息：历史收益（该资产等级在过去的绩效如何）、期望收益（我期望它在将来的收益），还有标准差（就像前边定义的，标准差表示资产类别在市场中的波动性，该波动性是风险衡量指标）。我可以从行业数据中得到历史收益和标准差。然后那个软件就会让我给出该资产类别的期望收益率，也就是我认为该共同基金或指数将来能够得到的回报。要我预计资产类别的未来回报，就像是要我靠水晶球占卜一样。如果我可以预计未来的绩效，我就花时间用自己的钱投资然后赚大钱了，也不用去帮别人理财了。我最后用历史收益代替期望收益。我认为这说得通，因为一个资产类别会以与过去相似的方式继续发展。尽管当时监管部门关于证券计划书和咨询有明文警告——“历史收益并不是未来收益的保证”，但它仍可以作为一个起始点或替代物。

当时，我有四五个不同的资产类别：美国大型市值公司股票（大盘股）、小型市值公司股票（小盘股）、债券、一批国际股票和一些房地产投资信托[注]基金。我输入所有数据后，发出运行软件的指令，双眼紧紧盯着显示屏，后来才发现要花相当长的时间才能得出结果。我索性去吃个午饭，买点东西，或出门办点事。时候一到，程序停止，就会给出一个或一系列配置建议，而每一项建议都取决于投资者愿意承担多大的风险。

资产配置的实施

就在我尝试改进资产配置方式的同时，在塔拉证券，我们也一直在为客户寻找最好的共同基金。情形和现在是一样的，我们去基金公司，听基金经理告诉我们为什么他们认为自己拥有特定的模型（为投资者理财的投资策略模型），可以为我们的客户提供良好的投资体验。我们见的一些基金经理确实非常聪明，但有时实际的投资绩效却并不理想。

举一个我们早期与债券基金合作的例子。在20世纪80年代初，极高的利率造成前所未有的高额债券回报。债券基金经理让我们信服，债券的高额利率意味着退休者应该全部投资债券。总的来说，短期债券的低波动性可以帮助降低大多数投资组合的总体波动性。但是，长期债券，像20年期或30年期的债券，实际上波动性极大，尤其是在高利率的环境下。债券基金经理始终坚持他们知道如何控制波动性，并告诉我们这几乎是只赚不赔的投资。他们会说:“我会让你通过投资长期债券得到高额收益，而无须担心波动性。”

但我的客户是活生生的。就算高额收益看上去很吸引人，我怎么能向一个已经退休的人推荐波动性大的投资呢？我并不想只给客户买债券，而股票被认为比债券的波动性更大。你怎么用一个合理的方法来平衡长期债券高波动性的风险和股票的既有风险？我只有几年的业务经验，也没有别的参照。这正是我们开始使用软件程序的时机，因为我需要分析工具来证明我们推荐的配置方式是合理的。使用程序软件看起来是个很恰当的方法。

我已逐渐习惯于相信，如果我把所有的数据输入这个黑盒子——我当时就是这么看我的IBM 286电脑中的资产配置软件的，也许我该换台386电脑——它就会给我一个最终的正确答案，告诉我买哪些共同基金能使我的客户得到最高回报，并控制好投资风险。我听到优化一词就想到，这个软件一定是简单易用的傻瓜型程序，尽管我已经知道这个软件还有一些缺陷。你输入正确的数据，就会得到正确的配置建议——假定正确的数据和正确的配置建议确实存在的话。输入正确的数据，意味着为每个资产类别提供一个未来预期的收益率。像我提到过的，那就意味着我需要提供关于该资产类别未来绩效的看法和观点。我发现，如果我将期望收益率改动哪怕半个百分点，最终的资产分配方式就会完全不同。换句话说，期望收益率只是个猜想，把这个猜想改动一点似乎就会大大改变整个资产配置方式。我们不得不用共同基金的数据代表资产类别，因为只有共同基金有历史绩效数据，包

括收益率和标准差。再说，我们不用共同基金数据还能用什么呢？指数基金的想法还是很久以后的事，而这种资产配置的方式当然对单个的股票和债券并不适用。

我只好又一次跟随主流，这总比全无依据好些：我能够感觉到我要处理的问题是核心问题，而我所提出的疑问也是完全正确的。不管怎样，我们毕竟已经意识到了缺陷的存在。我在1980年年末参加了一次伊博森协会（Ibbotson）㊟的会议，了解到了需要利用资产类别，而不是共同基金来进行资产配置。普通的共同基金并不是资产类别，因为它们大多是由不止一个资产类别合并组成的。

告诉大家让我顿悟的那个瞬间吧！我突然意识到，一个平衡型基金可能同时包括股票和债券，一位大盘股基金经理也可能会买中型股，一种股权收入基金可以买各种类型的股票，只要这些股票支付股息，凡此种种。股权收入基金代表哪个资产类别呢？你需要从标准普尔500指数或国际股票指数开始，计算出每个资产类别的需求量。一旦弄清楚，接下来你就得弄明白哪只共同基金是该指数或资产类别的最佳代表。

---

1. 尽职调查（due diligence）。如果不是金融业内人士，你可能觉得“尽职调查”这个词有点奇怪。尽职调查是一个精确而专业的用语，是金融机构对其合作伙伴、供应商或者销售对象进行研究调查、增进沟通理解的方法。实施尽职调查是指从事尽职调查工作的相关流程。这是对业内重要原则进行阐释的行业术语。

2. 前端费用是指一种费用支付方式，具体是指把募集的资金首先支付各项费用和佣金成本。销售人员通常可以得到7%～10%的佣金，普通合伙人也会因为团队搭建而得到报酬，律师和会计师也要收取相关费用。当把这些费用全部扣除之后，可能已经有10%～20%的资金从实际募集的金额中扣除，这与投资者认为自己实际投资的额度产生了差异。

3. 我们现在已经很少听说“被动损失”这个词，但是在我所说的那段时期，也就是20世纪70年代后期和80年代早期，这可是一个重要的概念。如今合伙企业税收法律规定，在合伙企业中，除非你是普通的积极合伙人并承担合伙企业损失，否则合伙企业的损失是不能从你个人的收入中扣除的。当时这一规定的出发点是，你可以选择成为有限合伙

人，不参与合伙企业事务，但计税时仍然可以从自己的收入中扣除合伙企业损失。当时人们把有限合伙人的这种情况称为“被动损失”。

4. 前端申购费用就是共同基金投资中的前端佣金（也称预扣费用），本章随后会对此进行详细探讨。投资的一定比例要从投资额度中扣除，用于向注册代表及经纪商支付相关费用。

5. 房地产投资信托（real estate investment trust，简称REIT）公司拥有并通常管理着大量房地产项目或房地产资产组合，比如说办公楼或公寓楼、购物中心、仓库、旅店或者高尔夫球场。房地产信托可能在交易所公开上市，也可能没有上市或由私人拥有。它对这些资产可能进行了股权投资，也可能只是拥有这些资产的抵押权。作为一家中间实体，房地产信托的优势在于其在公司层面是免税的。为了获得这一优势，公司必须符合特定的要求。其中最重要的，就是公司75%以上的总收入必须来源于地产相关项目，比如说租金或抵押贷款利息，公司75%以上的资产必须属于房地产资产，并且不动产信托必须将其应税收入90%以上的部分分配出去。

6. 罗吉·伊博森（Roger Ibbotson）建立了伊博森协会，他是资产配置实践最早期的倡导者之一。

第2章
10年的积极管理

在第1章中，我曾提到我的早期工作经历，主要是努力为客户寻找最佳投资方式。我曾认为资产配置优化软件会帮到我，并且逐渐意识到风险是整个投资过程的重要组成部分，以及在形成整体投资策略过程中资产类别的重要性，但我还是没能很好地理解资产类别相对于共同基金投资的种种不同。现在请允许我继续谈谈我的经历。

与共同基金打交道

我还是得简要回顾一下当时行业结构的一些背景信息。那时，改变个人投资方式的种种技术创新尚未出现，因此当然也没出现折扣经纪商和网上交易。由于技术远未成熟，今天我们广为使用的收费平台模式，即客户支付一定费用即可在单一平台上获得不同投资服务的模式，还没有出现。

共同基金简介

大多数共同基金都是由注册证券销售代表售出的前端收费基金。当时只有A类股份，即前端收费的共同基金，典型的申购费率为4%～8%。这意味着如果客户投资10 000美元，费用要先从其中扣除。如果费率为5%，那么客户净投资额将为9 500美元，500美元的申购费用将在销售代表和证券经纪及自营商之间拆账。我们总是让我们的客户直接从基金公司购买基金，而不使用既拥有个股,又拥有不同基金公司发

行的共同基金的证券经纪及自营商经纪平台（Pershing和Fidelity是其中最知名的两家）。我们的理念是投资共同基金而非选股，因此不需要让我们的客户在经纪平台支付更高的费用。稍后我会就我们为何不选个股提供更多的信息。

那时像很多证券经纪及自营商一样，由于费率优惠点的存在，塔拉证券将其销售的共同基金限制为寥寥数家基金公司的基金。所谓费率优惠点，是指当客户在某家共同基金公司的投资金额超过了某个门槛，不管是投资于一只基金还是多只基金，投资金额越大，费率就会越低。举例而言，一个客户如果把手中的50 000美元全部投资于一家基金公司，无论具体选择哪只基金，5% 的申购费率都可以降至4%。我们当然希望客户能够享受这个优惠，因此会努力让客户将其全部投资注入一家共同基金公司。然而事实上，没有帮客户利用这一优惠的经纪人将赚得更多。因为他们能够轻易地把客户的资金投资到不同的共同基金公司，并借此保持最高的申购费率，产生最高的申购费用，而这样他自己那一份销售费用的分成金额也会因此大为增加。我们那时的监管机构——全国证券交易商协会（NASD）对这种做法很有意见，而我们一直小心地帮我们的客户守护着费率优惠点。

客户在投资上基本锁定一家基金公司的另一个原因是，如果我们建议客户赎回他最近刚刚付费购买的某只基金，再买入另一家基金公司的基金时，客户需要另外支付一笔申购费用。这种做法称为基金转换，也让全国证券交易商协会大为光火。但是，如果我们在同一家共同基金公司的不同基金之间进行转换，就可以帮助客户免交这一费用。如果某家基金公司的全部基金业绩恶化——后来确实发生过这种情况，理财顾问会想要把所有投资这个基金公司的资金全部转到另一家基金公司，这会带来更大的问题。因此，尽管理财顾问有足够充分的理由，全国证券交易商协会还是不会批准这样的转换要求。

我们使用了适合而符合商业伦理的经纪交易商模式。事实上，这种模式的优点之一是当我们告诉客户“买入这只基金放上几年别管它，因为你已经付了这么多申购费用和佣金”时，从经济和合规的角度看，客户基本上都得被迫持有基金几年，不管市场情况是好是坏。客户的保有投资通常带来不俗回报。买了普顿（Templeton）成长基金的客户持有这只基金的时间会在7年以上，因为他们支付了高达8%的申购费用和佣金。购买并持有永远是个人投资者最好的长期投资策略，这是我们投资哲学的核心，而高额的前端申购费用鼓励了购买并持有这一策略。按“理财宝典第四条”，资讯过多会导致分析失效和冲动决策。当时倒不像现在这样，对于需要寻找信息的人而言，到处都可以找到无限量的信息，那是一个投资史上特别简单的年代。

利用共同基金实施投资组合的资产配置

1980年以后，我们增加了对基于资产配置模型构造的投资组合的使用，但是我们匹配客户与组合的方法很原始。我还是继续使用资产配置软件以及越来越强大的电脑，但有时似乎资产配置决策真的取决于个人判断，而判断的基础是债券配置和与客户的对话。当时没有一个能够整合不同基金公司基金产品的公共平台，我们利用资产配置方法的能力受到极大的制约。我们针对每家基金公司设计了其旗下基金的资产配置模型，尽管并不是所有基金公司的基金都涵盖了我们想要的基金产品。我们不得不对每家基金公司的基金产品做一些迁就和折中，但由于基金申购优惠点的存在，用两家不同基金公司的基金来帮助同一客户构造投资组合并不妥当。

当然，我们想选择的是可信的基金公司。我和塔拉证券的其他合伙人紧密合作，挑选基金公司，主要目标是那些历史久远、表现稳定的公司。我们还希望合作的基金公司能够提供优秀的营销资料和教育资料。我们客户的专业程度提高不快，如果我们合作的基金公司没有良好的销售资料，让我们难以解释其是如何运作的以及如何管理投资

的，这可不是件小事。而且很显然，我们想找的是那些过往绩效记录良好的好公司。

把客户的投资限定于单一基金公司产品的业务模式比较怪异。这是前端收费基金主导行业，以及监管部门禁止跨公司基金转换政策的产物，而这两点恰恰是我们与客户合作关系的核心。因此常常出现的情况是，每个客户代表会对一到两家基金公司的共同基金产品系列极为熟悉，并与这一两家基金公司长期合作。不幸的是，并非每家基金公司都能如我们所愿提供分属足够多不同资产类别的基金，特别是在经济史上的那个年代。我认为现在每家基金公司的基金产品系列都要远比那时丰富和多样化，尽管我们不再受到投资不同基金公司产品的严格约束。那时，我们必须在能够获得的基金产品约束条件局限下开展投资。

最令我感到自豪的一件事是，我们很早就认识到国际化投资的价值。我们的数据显示，海外投资与美国国内证券市场的业绩表现相关度不高。这一点现在显而易见，但是在当时做到这一点是需要勇气和远见的。

我们不会像其他证券经纪及自营商那样只销售几只业绩领先的基金，这些基金可能仅代表了一个板块或者资产类别，极有可能是标准普尔500指数中的大型成长股。我们已经知道一个包括多种不同资产类别的多样化投资组合的重要性。我的价值主张不是“我要买给你表现最好的5只基金”，而是让我的客户有机会投资于一个多元化的投资组合。要知道，这可是我从失败中获得的经验和教训。

由于我对于风险的理解变得更加清楚，我开始认识到，利用资产配置构造和管理投资组合，意味着消除了像正弦曲线一样出现两极化的市场表现，从而使投资业绩更加平滑。我的客户在任何年头都不会受到市场剧变的影响而遭受巨大损失，因为他们从来没有把全部资金投资于那个产生巨大损失的资产类别。但是，不利的是，他们也从来

没有把全部资金投资于产生最好业绩的资产类别，因此作为代价，他们不会获得最高的回报。我逐渐理解，我的价值主张是利用资产配置构造一个多样化的投资组合，使我的客户在承受一定风险的情况下获得不错的回报。

与基金经理共事

我的工作还需要去访问纽约、加利福尼亚和沿途所有城市来听取基金经理的报告会。我知道他们都很聪明，我也相信他们甚至迷信他们。但是事实上，我们会发现，事情并不总是按照其设定的方向去发展。我在年初配置资产时选择的一只大盘股基金到年底可能不再是大盘股基金。正如我在供职期间与几乎所有共同基金公司和所有基金经理的合作中看到的那样，共同基金的一个显著特征是，基金经理会根据市场条件改变投资风格而不再坚守原有的资产类别。这种投资风格的变化称为风格漂移，会使得利用共同基金完成资产配置方案变得非常困难。

要搞清楚一只共同基金究竟代表哪个资产类别，或者基金的投资风格究竟是什么，已经非常困难，而事实证明，监控基金并判断出其是否维持投资风格更为困难。到年底时，基金经理为了获取奖金或者与同业比较投资业绩，往往会增加一些这样或那样的投资来粉饰基金业绩。这当然是最符合基金经理利益的做法,你也可以争辩说这是符合基金股东（共同基金是公司型）利益的做法，因为基金经理在努力为投资于该基金的投资者获得更高回报。此外，还有更多的问题：该如何处理基金经理离职或者调动问题？新任基金经理会延续前任基金经理的投资风格吗？这种情况下基金的过往业绩记录还有何意义？你如何定义好的基金？

但我的问题不同。如果我选择了某大盘股基金作为客户资产配置中大盘股的投资对象，我希望它在年初是大盘股基金，到年末依然是大盘股基金。基金经理们会挑选股票而使基金的投资风格发生漂移，

偏离其原有风格。我们当然也会挑选那些具有最佳过往业绩记录的基金，因为我们希望客户获得最好的回报。但是我们也发现，即使拥有绝佳业绩记录的优秀基金经理也会在某些时候马失前蹄。原因可能是投资失误、被解雇，或者选错股票或选错板块，一下子优秀的业绩记录荡然无存。业绩记录很快失去了其可信度，拥有出色过往业绩记录的基金往往会神秘地失去光辉，不能在接下来的第二个5年中提供前面5年那样好的业绩回报。因此，与现在相比，在20世纪80年代管理客户的预期是非常容易的。

我们是这样做的：首先选定一个我们认为可行的资产配置模型。它会要求按一定比例在不同资产类别之间配置资金，包括小盘股、大盘股、国际股、债券以及其他资产。接下来，我们就要看看我们合作的共同基金公司的产品当中，哪只基金能够代表这些资产类别。我们认真地阅读招募说明书，发现里面全是废话。招募说明书对基金经理的约束太宽泛，以至于基金根本无法为我们所用。资产配置清晰地定义了资产类别：大盘股、小盘股、国际股和债券。然后，我们就该挑选那些匹配我们所需资产类别的基金。但是这些共同基金的名称，例如股权收入基金、平衡基金、成长收入基金、资本增值基金等，与我们配置资产应该区分的资产类别并不一致。

对于每只基金来说，我们需要它具备两个特点：

（1）代表一个特定的资产类别。

（2）有出众的过往业绩和较高的阿尔法（alpha）[注]值。

阿尔法是一个复杂的金融概念，计算也很复杂。实际上它被广泛而通俗地解释为，在给定的一段时期，在特定的资产类别上，投资业绩回报超过预期回报的部分。我们的资产配置需要涵盖每一个资产类别，但我们希望的是为每一个资产类别选定的投资标的带来良好的回报。

我们那时并没有意识到我们在追求一个不可能实现的目标：锁定于一个确定的资产类别而实现阿尔法。这一点很快被证实。招募说明书的宽泛规定，加之基金经理对阿尔法的追求，超越标杆获得高额奖金的渴望，年底粉饰业绩的需要，或者任何其他动机，都意味着基金经理注定要偏离指定的投资风格。我们开始认识到没有实现阿尔法也没有问题，因为我们要求大盘股基金具备大盘股基金的业绩表现，那便意味着有时在某个给定的年度，其业绩表现不会太好。就我们所关心的而言，一个共同基金经理为了实现阿尔法而不再坚持投资风格是更大的错误，原因在于，一个基金经理在保持投资风格的同时还连续实现阿尔法是不可能的事情。风格漂移会破坏掉整个资产配置模型。

如果不可能找到一个能够获得正阿尔法的大盘股基金经理，或者其他任何资产类别的基金经理，我们不如干脆放弃获取正阿尔法的想法，而代之以寻找那些坚持投资风格的基金经理。因为，与其找一个试图打败市场却铸成业绩不佳及风格漂移两个大错的基金经理，还不如找一个只犯其中一个错误，即仅实现平均回报但坚持按约定投资风格管理投资的基金经理。最后我们认识到，即使这样的基金经理也是很难找到的。

但我们还是继续使用资产配置方法管理投资，尽管这一理论方法在实践应用中大打折扣，它还是体现了实用价值。事实证明，它给客户带来的伤害最小，这正符合我们的初衷。我们继续尝试寻求使我们的客户以最小的风险获取最高回报的最佳方法。我们的会计师销售代表喜欢我们推荐的资产配置方法，因为这让他们的工作变得容易许多。那时典型的情况是，证券行业当中任何机构的客户经理逐渐熟悉两三只基金，并且只销售那几只基金。我们的客户经理至少需要将这一部分知识扩大到整个共同基金家族，才能轻松地谈论一个基金公司旗下的不同基金所代表的资产类别。

接下来就像现在一样，不同共同基金公司的批发商到访我们的办公室，大肆宣传他们代理的基金公司旗下的基金产品并进行兜售。当时整个共同基金行业关注的焦点都是时下的热门基金，批发商会走进经纪行告诉那里的销售代表："这是我们最新的热门基金，推荐客户购买的理由是如此这般，现在快打电话给你的客户让他们来买吧。"由于业内很多客户经理专业度不够、知识不足、缺乏经验，自己又没有主意，因此批发商让他们做什么，他们就会照做，因为他们需要销售业绩。然而不可避免的是，今天的热门基金明年可能会表现平平甚至变得更差。

了解批发商 批发商是共同基金公司派往证券经纪及自营商销售基金的销售代表。一般情况下，批发商不仅向证券经纪及自营商的注册证券销售代表们展示基金和基金的业绩，还会与个人客户经理共事并教给他们销售技巧，改善其市场意识，并提升其知识储量。

为什么熟悉批发商的概念对你如此重要？因为你应该知道，全世界每一家前端收费的基金公司都有一大群高收入专业人士，其唯一的目的就是让客户经理和注册证券销售代表为他们销售更多的基金。批发商老是请他们联系的注册证券销售代表和客户经理吃饭。批发商这个词的起源是，他们代表共同基金公司、金融市场中的批发方，而注册证券销售代表与个人零售客户打交道。

最终，在过去的25年间，我们的资产配置方法为我们节约的时间令人难以置信，并避免了很多麻烦。它使我们在1987年、1991年和互联网泡沫破灭时都成功避免了各种问题。如果你看看我们公司的整个历史，你就知道我们资产配置的理念使得热门基金成为一个没有意义的概念。虽然我们并非唯一一家利用资产配置方法管理投资组合的公司，但是我们无疑是早期的践行者。

让资产配置发挥作用

随着时间的流逝，我们发现了研发和使用资产配置模型的三大问题。

第一个问题

第一个问题是有关优化计算的问题。优化的目的是让投资者以最低的风险得到最高的回报。在你完全依赖软件的情况下，为了让你获得最高回报，程序通过计算会把相当大比例的资金配置到那些近期获得最高回报的资产上去，而这些资产从来不是大盘股或者债券或者任何较为普通的投资。相反，软件会寻找近期回报较高的房地产投资信托基金（第1章我们讨论过），然后告诉你可以把50%的资金投入房地产投资信托基金以获取最佳回报。这就是你让程序进行数学计算能够得到的优化结果，它仅仅是寻求最高回报。

如果你不想这样，而想要软件告诉你未来正确的资产配置方法，你就得搞清楚房地产投资信托基金的未来回报率（可能得运用水晶球），并将其输入程序中。我们最后不得不给软件施加一些约束条件，例如对某些资产类别的投资资金设定限额，这意味着我们需要明确规定一个配置于房地产投资信托基金的资金上限，比如说投资组合价值的10% 。如果软件需要这么多人工干预的话，我们怀疑它是否还有价值。这时市场上还远未出现那些高风险、高回报的资产类别，例如新型市场或者微盘股，那会让软件出大洋相。这些情况发生在后来。

所以，尽管我们得到了把大量资金配置到房地产投资信托基金上的优化结果，即使我们想要按这个建议配置资产，很多情况下我们也无法利用共同基金实施。我记得，当时可能只有一两家我们合作的基金公司会有一只基金与房地产投资信托基金相关，而软件是让我们为

其配置相当大的投资。我们根据基金产品所代表的资产类别，为每家基金公司的基金制作了一套单独的资产配置饼图，其中用小盘股替代了房地产投资信托基金。

第二个问题

我将提到的第二个问题是，试图将基金分类命名体系与我们优化计算所需的资产类别匹配起来。我们的资产配置是利用标准普尔500指数表征美国大盘股，拉塞尔2000指数表征美国小盘股，摩根士丹利欧澳亚远东指数表征国际股以及债券。共同基金的名称——股权收入基金、平衡型基金、资本增值基金、成长收入基金以及收入成长基金，与资产类别并不匹配。我们尽我们所能来弄清楚一只共同基金的资产仓位分布。因为那时没有互联网来查询仓位，利用招募说明书获得信息意味着信息总是过时的。晨星公司的出现，即使是其早期，也是一个巨大的突破，因为我们终于能够在一张纸上找到我们需要的全部信息了。晨星公司给了我们足够的信息，使我们最终能够弄清楚我们应该去找哪些基金。

我们需要通过了解学术界使用资产配置的方法，来学习什么是资产类别。他们从不使用共同基金所使用的术语，而代之以一堆诸如大盘股或者小盘股、国库券（短期固定收益证券），以及海外投资之类的名称。前面提到的伊博森协会的研究员和咨询师是业内使用资产类别的典范，他们在清晰地说明如何恰当使用资产类别方面处于领先地位。

即便如此，我们还是想要挑那些具备优秀业绩记录的基金经理管理的好基金。当一只基金业绩不好时（这是经常发生的情况），我们不能轻易地把投资转换到另外一家基金公司，就像我前面解释过的那样。因此最糟糕的事情就是风格漂移，简直是可怕至极。如果你是一个资产配置者，你可以忍受基金业绩不佳。如果你买入一只约定投资风格为成长型的标准普尔500基金，因为它代表了大盘股的资产类别，

那么在标准普尔500指数下跌时，基金净值就应该相应下跌。这不仅仅是可以接受的，而且实际上按照设计就应该是这样。但是，如果基金经理决定通过调仓转而投资中盘股来挽回损失的话，反而会破坏资产配置的整体方案。

第三个问题

最后，不可避免的是，你注定会有一败涂地的时候。因为我认为，不管你做多少研究都不能帮助你确定一个未来表现优秀的基金经理。具有优异业绩记录的优秀基金经理也会在某些时候马失前蹄。

问题小结

因此，我对资产配置方法以及利用共同基金和基金公司实现资产配置的问题总结如下：

（1）如果我们任由软件自行完成优化，我们最后会得到怪异的结果。例如，将50%的资金配置于某些资产类别，通常是特别或者神秘如房地产投资信托基金或者微盘股。

（2）我们寻找适合代表资产配置方案中资产类别的共同基金的工作非常困难，而且很难将共同基金的名称与资产类别建立对应关系。

（3）共同基金经理会在任何需要的时候改变投资风格，风格漂移是一个巨大的问题。

（4）即便最好的基金经理也会不可避免地令人失望。

这些可不是琐碎小事。我相信那时我对客户的价值主张是，我将帮助他们找到他们要买的最好的基金。事实证明，那是一件并不太好、我也不能够做到的事。

我多么希望这是灵光一现的结果，但很可惜它不是。这是我的价值主张和我的方法10多年来屡出问题而得到的教训。在20世纪80年代早期，当我刚开始任理财顾问时，我不够聪明也不够老练，不理解问题出在哪。我不得不在挫折中花费了生命中10年的时间，最后才终于认识到了我用的方法不行。而这并不意味着我的客户的投资回报很差，事实上很多客户取得了非常好的回报，但我并不满足于自己已经发现的、令人满意的指导客户的方式。我对自己关于挑选优秀基金经理和管理风险能力的期望是错误的。优秀的基金会变得平庸，而平庸的基金也会因发生风格漂移而脱离设定的投资风格。

理财顾问的价值：1987年的“黑色星期一”㊟

当1987年“黑色星期一”股灾发生时，市场在一天内大跌近23%，那时我们得到两点关于理财顾问的价值和管理客户预期的价值的启发。富达基金的基金转换系统垮掉了，因为所有的个人投资者打入电话要求赎回其共同基金投资。在“黑色星期一”，这些人只想离开市场。在塔拉证券，我们没接到什么电话，这简直有点恐怖。我们接到的电话是来自那些需要精神安慰（后来我称之为“金融拥抱”）的客户。他们想要知道一切都好。我记得我的一个客户打电话给我，说：“我打电话给你是因为我需要同你好好谈谈。你会告诉我别管这些，因为我是长线投资者，是吗？”我说：“是的。”他又说：“我想要你再给我讲一遍。”我回答说：“是的，那是对的，坚持一下。”就是这样。作为一个年轻的理财顾问，我没有丰富的知识和宽阔的视野，我同别人一样紧张，但除了告诉客户这些，我别无选择。虽然我知道我的工作是发挥影响力让客户平静下来，但我也和他们一样有精神创伤，可是我不能拿起电话和其他人一样释放不良情绪。我的工作要求我说：“放松一点，我们别仓促决定。”后来正如历史告诉我们的那样，不到3个月我们把一切问题都解决了，而且我们的客户也因此理解

了他们做的是长期投资，尽管会出现一些收益率波动，甚至是大幅下挫的时期。

作为证券经纪及自营商机构的合伙人，我有自己的客户，但是作为塔拉证券一分子的会计师销售代表们，也有他们自己的客户（就像我前面解释过的那样，塔拉证券有两层客户，即销售基金和其他投资的会计师销售代表，以及其零售客户）。会计师会打电话给我们，说他们的客户打过电话给他们，因此我们也会随即打电话给他们的客户。由于我们比销售代表具备更多与客户打交道的经验，因此当我们说“保持沉着，一切都尽在掌握”时，听起来更镇定并且更能让他们恢复信心。

理财宝典第五条

投资的关键是事前管理好客户预期。

但是我们从这一经历中得到了一个重要的教训,你甚至可以说这是我们第一次被波动性和市场扰动给了当头一棒。我们学到了要提前管理客户预期，让客户了解一些重要市场事件注定会发生，这种沟通的重要性不可思议而且难以置信。我们使用资产配置来试图降低市场波动性对个人投资组合的破坏力。后来当类似“黑色星期一”这样的事件发生时，我们的客户就能挨过风暴而不必被迫卖出。与此相反，富达基金以一部800电话与零售客户打交道，他们没有人跟客户谈话，以令其保持镇定和恢复信心。800电话另一端的人通常是一个接单员，因此零售客户只会走掉。我认为这一点最为清楚地证明了，我们很早就真正地理解了理财顾问的价值。

理财宝典
第六条

理财顾问能够帮助个人投资者坚持进行长期投资。

在那个还没有互联网和有线电视的年代，人们通过报纸或者他们的理财顾问获得金融信息。我们无疑要与客户一起努力，帮助他们看清未来4～5年的发展，而不是仅仅对每一天的市场变化被动地做出反应。当我们讨论投资时会帮助客户设定期望。我们不是交易员，也不推荐个股，但我们会尽力确保我们的客户知道他们会得到怎样的结果。

我已经知道，如果人们了解一些什么是风险，以及如何管理风险的话，很多人是可以承受风险的。我认为，企业家们是能够理解风险的那类人中最好的例子。他们不仅天生了解风险，而且能够理解财务风险和投资风险——如果你提前向他们说明的话。

塔拉证券的客户中有大量企业家。我们本身就是企业家，又碰巧联系上了投资界这个群体，因此我们的企业家客户基础在不断成长。毕竟，不管如何，谁有钱用于投资呢？当然是企业家和退休群体。虽然我们的客户中也有一些公司高管，我们的世界观还是基于企业家精神的世界。我们知道并理解企业家在改变他们生活和家庭命运过程中的风险、动机和欲望。很多人一生都致力于服务他们的员工和他们身处其中的社区。这并没有否定公司高管，他们以很多不同方式也同样希望做这些事。但是，大型公司大大制约了高管们行动的范围，也限制了一个人能够施加的影响和带来的变化。我们是一个身处郊区的顾问公司，我们的核心业务是为小企业服务，还有一些退休人士。

到1987年年底，市场在当年实际上是上升的，虽然市场在后来的两年内都没有升回到1987年的高点。到年底时，谁的投资变得更好？是那些在“黑色星期一”打电话给富达基金，在市场最低点抛出股票的人吗？还是那些坚定持有原有投资的人？你如果在市场最低点赎回基金，即使你投资了世界上最好的基金也毫无意义。这么看，最终哪一点更重要呢？取得基金回报还是管理客户预期？这时映入你眼帘的是：我的价值主张不是管理金钱，而是管理客户和客户预期。

专业化方法

我们平安度过了1987年，而且我们的模型变得更好了。我们仍然努力尝试取得更多的资产类别，尽管越来越明显的是，基金和基金经理挑选股票的方法存在很多问题。在接下来的几年中，我们尝试了一开始看起来很有希望的几种不同方法。

市场择时

我们决定尝试当时大家讨论很多的另外一种方法，一种市场择时服务，它将会告诉投资者何时买入一种类型的基金，以及何时卖出。这项服务会告诉你在大盘股价格上升时买入，在它们达到某一峰值后卖出并持有现金，等待市场纠偏期过去。稍后，这项服务会告诉你买入债券，因为利率即将走低，或者买入投资国际股的基金，或者卖出它们等。

择时服务使用一个黑箱——他们还真就是这样称呼它的。这个称呼应该已经向我们显示了一个线索，即它更多地取决于某种神秘的东西而非真正的金融眼光。就像以往一样，我们决定至少应该尝试一下。销售这一服务的那些人会通过将他们的算法和过去事件的结合，来向你展示他们是如何使你原本可以赚更多钱的，因为黑箱可以告诉

你何时买入和卖出。虽然这是事后诸葛亮和回溯模拟，而并非实际的业绩，但是他们确实提供了非常令人信服的证据。

我们确实尝试了一下，但很快发现它并不像他们告诉我们的那样起作用。我们现在知道这个方法从理论上不可能行得通，但多年以前我们完全被这个难以置信的工具迷住了。如果它管用又会怎样？只要有任何能帮助我们客户的技术，我们都愿意试验。这里提供的另一个教训是，黑箱是不起作用的。今天有越来越多的高级黑箱，但是它们最后都难免出现重大缺陷，其中揭示的一个最重要事实是，不要相信你看不见或者无法理解的任何事情，而这恰恰是黑箱的定义。择时者都是聪明绝顶的人，他们将大量资金投向市场，但是他们恰恰忽略了一个信号：择时是行不通的。

理财宝典第七条

不要相信黑箱并投入你的资金，择时是行不通的。

理财宝典第八条

总会有一些新人带来一些改进的新黑箱，还是一样不能相信。

技术分析

因为我那时年轻并且思路开阔，而且还在努力寻找帮助我的客户管理资金的聪明人，我的下一个实验是技术分析，或称随机分析或者绘图分析。20世纪80年代后期，有一家销售这种软件的公司，我参加了长达一个星期的技术分析培训。

技术分析是尝试根据价格运动的形态来预测一只证券或者商品的未来价格表现。其最早、最原始的形式是手工记录，利用铅笔在绘图专用纸上画出每天你所交易的资产价格运动的线条（因此称为绘图分析法），这种方法耗时很长而又不够灵活，所以当计算机技术出现后，很快地应用于绘图领域，所绘趋势线能够为交易提供重要指标。

技术分析的常见术语包括头肩底形态、阻力位（我们预期会发生卖出的价位）和支撑位（我们预期看到买入的价位）。绘图分析师将通过研究价格运动、移动平均数、成交量、未成交挂单和其他类型的形态，以及其他技术指标来分析市场活动。

技术分析派利用他们根据经验做出的判断来决定某一特定图形在给定时点会反映何种形态。在如何诠释一个既定图形时，技术分析师之间可能会发生分歧。你们当中多少人记得艾略特波浪理论（Elliott Wave Principle）？这是一个会计师在20世纪30年代提出的概念。他宣称市场价格的演变遵从一个特定的形态，即所谓的艾略特波浪。

我们当时认为有一点很重要，我们必须要理解市场上出现的与数学相关的技术和理论，这在当时可是个热门话题。我去参加了培训，学习了所有有关移动平均数、统计预测学、头肩底形态、底形态的破坏等内容。这些数学信号能够让你观察图形并说出“我本该在那里卖出的”。但是我很快认识到，它的问题在于虽然可以回顾以往，但不能预测未来。

即使现在，仍有很多人笃信技术分析，热衷于讨论市场超卖、市场超买，这里是支撑位、这是阻力位等，有点儿类似于巫术。不久，我们就认识到：这只是事后诸葛亮，最难的部分在于利用这些数据预测未来。

我们确实与技术分析有过眉来眼去，但是并没有真正用它来做任何事。实际上，市场上确有一些基于这些黑箱的共同基金。我们得到

的唯一结论是，宣扬技术分析的基金经理很可能是我们不想与之打交道的人。就基本面投资和技术面投资孰优孰劣而言，市场上一度发生很大争议，20世纪80年代分化的这两种观点，伴随着我们走过了那个时代。

理财宝典第九条

如果有人告诉你他运用技术分析，你最好走开。

星级大战

20世纪90年代早期，晨星公司的共同基金信息变得更加容易获得了。除了提供共同基金综合性的基本信息表外，晨星公司还提供共同基金的评级。基于以下两个事实，我并没有过度强调晨星公司共同基金业务大受欢迎的程度：

（1）如此多有关共同基金的信息，现在可以全部为个人投资者所用，因此让他们第一次相信，他们可以看明白共同基金，并且真正理解共同基金是什么。

（2）看起来选定和购买一只好的共同基金并不像你选择餐馆那么容易，晨星公司揭下了共同基金的神秘面纱。

因此，共同基金投资变成了星级大战。你的基金是几星的？理财顾问们兴奋地认为选用哪些基金的问题解决了，他们都将只卖五星基金。为什么会有人愿意买入二星基金？我们的客户带着晨星公司分析报告的复印件来到我们的办公室，指名要买某些基金。有时，我们的客户会在晨星公司找到不收取前端费用的基金，要求我们卖给他们，但是我们没有这样的平台。

这里也有一些醒悟。不管一只共同基金曾经多么出色——有不同的方法可以证明，但多年来宣传材料上那些按老套的合规要求做出的免责声明实际上特别正确：过去的业绩不能用于预测未来的表现。我们当时真的很希望我们能有一种方法知道哪些基金将会是最好的，但是恰恰未能如愿。

晨星公司 世界上会有不知道晨星公司的投资者吗？1984年，晨星公司出版了《共同基金大全》（*The Mutual Fund Sourcebook*）第一版，改变了投资者接触共同基金的方式，它收集了400只基金的业绩数据，投资组合仓位分布，以及其他信息。这一季度出版物很快成为共同基金分析报告的行业标准。

但是我们的问题出现了：当晨星公司第一次公布基金星级授予时，它把所有美国的股票型基金集中到一起放在一个大的组别内排名。星级本应是根据风险调整以后的业绩回报授予，但实际上公布出来得到最高星级的是那些投资于市场上业绩最好的资产类别的共同基金。例如，在2000年，所有基金当中有3/4重仓大盘股，快速成长公司股票的基金获得了四星或者五星排名。同时，123只专门投资小盘股和低价股的基金中，只有6只获得了四星或者五星排名。但是，这些星级很有影响力，“波士顿金融研究公司的一项研究发现，1998年最畅销的25只基金中，22只获得了四星或者五星排名”（晨星公司在2002年大大改进了其星级排名系统，为共同基金建立了48个类别，现在星级是在指定类别内分组进行业绩评价）。

我们的问题又来了。我们选择共同基金以便完成资产配置，但市场上不受欢迎的资产类别的共同基金将会获得低于四星或五星的排名，可能只有一星或者二星。一只基金可能会因为其资产类别表现很差而业绩不佳并获得较低的星级。如果小盘股表现不好，将没有任何小盘股共同基金能获得四星或者五星，即便拥有最好的小盘股基金经

理。那么我们就得力劝我们的客户买入一只二星的小盘股基金，并告诉他们这样做是正确的。因为就像你根据在前文提到的统计学能够预测的那样，资金会涌入四星或者五星基金，而其他基金则会面临资金流出。客户会愤愤不平地说："你竟敢卖给我一只排名为二星的基金。"我们常常要与这些已很有见识的客户打嘴仗，为买入二星或者三星基金辩护，从而达成资产配置目的。客户还会因一种我们看来风险极高、获得四星或者五星排名的某些不收前端费用的基金与我们争辩。我们的使命是让我们的客户投资越来越多元化，而这些集中投资于某一板块的基金将会彻底把投资带入歧途。板块基金会只持有健康股或者金融股或者某一国家股（日本基金是一个广为人知的例子），一度极为流行。

当1995年我们搭建好基于收费的顾问平台时，为我们的客户提供意见变得非常容易了。

为何不选股而且从不选股

我认为我们很早就认识到在塔拉证券没有人具备选股的资质和技能。如果特别聪明的人，华尔街那些人和基金经理，在选股上都不是特别成功，我并没有膨胀到那么大以至于认为我可以。相反，我的工作是找到聪明的人，聪明绝顶的人——我是这么称呼他们的，能帮助我的客户管理投资。而且我们观察到那些大型基金在选股上表现不佳，所以我们必须要足够骄傲才会相信我们会做得更好。对于我们来说，挑选共同基金已经够难的了。

我们认为，选股那些人比我们更加聪明，我们的任务就是找到他们中最好的为我们的客户管理资金，而事实证明这是错误的。我们通过过往记录辨别聪明绝顶的人，简单来说，基金经理可分为以下两种类型：

（1）自上而下进行资产配置的基金经理。他们首先分析宏观经济和不同行业的机会，当辨识出最好的成长行业时，会找到特定行业中最好的股票。

（2）自下而上进行资产配置的基金经理。他们寻找那些未来具有最好成长机会的公司的股票。

我会听取基金经理的展示并对自己说，这个人很棒，他在买入好公司，我不想让我的客户投资差的公司。基金经理向我们展示了大量数据，我很迷惑我怎么才有可能与他们拥有的资源竞争：20个分析师、信息图书馆、国际化办公室，我梦想中才有的计算机技术。但是我从未有过一点选股的欲望，我很清楚有很多更聪明的人能干这事，他们拥有更好的资源。那时我的目标是要找到杰出的基金公司和优秀的基金经理，我没有兴趣挑选个股。塔拉证券的最终目标是找到杰出的人才，并设计出在一定的风险水平上，能取得最高回报的分散化投资组合。

关于我们为什么不尝试选股还有更多的理由。首先，这些钱不是儿戏，这是客户的钱。其次，想象一下，假设我有一个很棒的选股想法，我会不会用客户的钱执行这个想法，在股票市场上玩玩，看看它到底行不行？我看不出这样做会给我带来任何好处。难道就因为我卖出股票能多挣100美元佣金？在这种情况下，我更关心自己的损失。

偶尔会有客户要我们推荐股票，我们会告诉他我们不推荐个股。这不是我们的定位，也从来没有引起我们的兴趣。如果客户坚持要求我帮他买股票，我会让他到马路对面找一个折扣经纪商，告诉他："带着你玩票的钱去找他们，当你想讨论正经投资的钱时再回来。"我们甚至只用共同基金买入资产配置中的固定收益部分，因为即使固定收益证券也需要管理。就像我们事后分析的一样，今天的AA级或者AAA级公司债券可能是明天的垃圾债券。

成为收费理财顾问

在1987年股市崩溃之后，几年内没再出现戏剧性事件。这时，技术开始改变人们的投资方式。首先，技术创造了个人电脑和互联网，每个人都能接触到。似乎一下子个人投资者就能取得大量而详尽的，有关公司、股票、共同基金以及任何你可以想到的投资工具的金融信息。个人投资者开始认识到经纪商和共同基金收取的高额费用，并开始寻找不收取前端费用的基金。作为投资界的新事物，网上交易在20世纪90年代出现。

理解共同基金的费用 《证券交易法》12(b)-1列明的费用由来已久，并非嘉信理财（Charles Schwab）所发明，但后者将其提升到了一个显著的水平。12(b)-1费用是按照证券交易委员会（SEC）法规条款命名，是法律允许收取的一类费用。这一费用是共同基金向嘉信理财这样负责维护客户共同基金账户的证券经纪及自营商支付的。这一费用可以与负责销售基金的注册销售代表分成，也可以不分成。12(b)-1费用的费率可在管理资产金额的15～50个基点（一个基点即万分之一），按季度支付。12(b)-1费用的初衷是补偿证券经纪及自营商日常维护客户、回答问题和发出账户结单的费用，有些共同基金公司用其支付大规模广告和营销计划，这一费用实际上相当于从客户的回报中直接扣减。但是，为了说明这一数额多么重大，《投资新闻》（*Investment News*）2008年2月18～22日那一期（第12卷，第7期，第16页）引用了证券交易委员会主席克里斯多佛·考克斯（Christopher Cox）的说法:“12(b)-1条款使共同基金能够每年从基金资产中花费多达120亿美元，用以支付经纪商销售他们产品的费用。”

基点和百分点 适用于社会公众的金融词汇能够摆脱专业术语的定性。如果你理解基点的含义，有关市场业绩和回报率百分点的讨论就会大大简化。一个基点是一个百分点的1%。在金融市场，讨论6个百分点和6.06个百分点差一个百分点的6%有点拗口，改为说6个基点容易得多。甚至说150个基点也比1.5个百分点更容易些。10个基点等于一个百分点的1/10，而100个基点等于一个百分点。最后，要记住讨论回报率时要区分百分点和百分比的区别。如果我拿一只收益率为10%的证券与另外一只收益率为12%的证券比较，差别不是2%，而是两个百分点。如果比较数字10和数字12，我会说12比10多2，也就是20%。在金融圈里这种混淆天天发生，我想至少我们要搞清楚术语。所以12% 比10%多20%，或者说高两个百分点。

第一家基金超市

技术进步改变了我们作为顾问为客户提供投资方案的方式。在1990年，折扣经纪商嘉信理财引入了那个世纪最为重要的技术革新之一，即共同基金超市。之所以这样称呼，是因为个人投资者可以在上百只，后来甚至在数以千计不同的共同基金中挑选。这个超级市场让客户能够从不同基金公司的共同基金产品中选择基金，并将其组合到一个具有合并月结单功能的单一账户。

这导致了一项收费方式的革新：基金是按照没有前端费用的方式销售，因而零售投资者买入时无须缴纳A股的前端费用，但所有的共同基金都有12(b)-1费用，即基金为获得嘉信理财销售平台使用权而支付给后者的费用。嘉信理财的新平台重构了理财业获得收入的模式，迫使全能经纪行将收入焦点从佣金转移到管理资产的费用。你的经纪行或者顾问获得收入的模式对其行为有着深远的影响。

除了为个人客户服务，嘉信理财的基金超市也为基金顾问提供了一个从不同基金公司的共同基金产品中选择基金，并为顾问服务收取费用的平台。一个有顾问服务的客户可以购买某些并不直接向公众销售的机构基金（机构基金购买额的最小递增幅度高达数百万美元，而非面向零售客户的数千美元）。机构基金一般成本更低，由于不易在市场上接触到，因而威望更高。嘉信理财的技术使得费用的收取、对外支付、按季度报告和后台支持变得更加顺畅。

塔拉证券的合伙人一起坐下来试图想搞明白，我们应如何超越过去做生意以来一直所依赖的佣金收入的局限性，而搭建一个基于收费的平台。对于那些不完全明白这个行业术语的人来说，可以理解为我们一直在销售前端收费的共同基金A股。一如我在本章开头部分解释的那样，一个客户的10 000美元前端收费共同基金投资意味着9 500美元会用于投资，500美元前端费用将以佣金的形式支付给销售代表及其所属证券经纪及自营商。在标准的零售券商时代经纪行中，注册销售代表帮助客户投资，通过一次性前端收费获得收入，然后或多或少会消失一段时间，除非客户有更多资金要投资，或者销售代表有更好的运用资金的投资想法，要通过调仓来获取收入。

而收费顾问的工作方式不同。理财顾问不再有前端收费收入，而利用免收前端费用的共同基金构造投资组合。作为对前端销售费用的替代，客户按年持续向理财顾问支付大约为150个基点的顾问费用。作为对价，理财顾问向客户承担信托受托人义务，一年至少与客户面谈两次，并基本上保持联系。理财顾问在推荐投资时不用再担心前端费用，因为不论账户上是否有交易，客户支付的顾问费用是一样的。最为重要的是，它创造了一种客户关系，基于为客户持续提供建议，而不是基于或有或无经济层面基础的一系列证券交易。它开启了新型客户关系，包括财富管理的所有方面，如财务规划和遗产筹划，保险和其他生活方式保护，以及最重要的退休收入规划。

到现在为止，在塔拉证券，我们与我们的会计师销售代表都是注册销售代表，意味着我们通过了系列7考试，为获取佣金收入工作，隶属于一家证券经纪及自营商。我们对待客户的服务标准是适当性，意味着投资原则最基本的一条必须是适合客户的具体情况（例如，不向孤儿寡母卖出高风险股票等）。但是，如果你成了投资顾问代表（IAR），即收入源于顾问费用的收费顾问，你对待客户服务的标准就会是受托人，意味着你要把客户的利益置于自身利益之上。投资顾问代表由各州和证券交易委员会监管而不是金融业监管局（FINRA），一般情况下，投资顾问要通过系列65考试，然后供职于一家注册投资顾问机构而非证券经纪及自营商。塔拉证券在收费基础上开展工作的想法始于20世纪80年代后期和20世纪90年代早期，尽管富裕人群早已通过北方信托银行这样的机构接触到收费顾问服务。

在那之后，利用我们信奉的受托人服务标准，我们将能够为客户提供真正的资产配置投资策略。这一新的电子平台允许我们向客户收取顾问费，而利用免收前端费用的共同基金进行投资。事实上，我们也可能接触到一些最著名的机构资产管理者，他们不管理共同基金，或设定了对绝大多数个人投资者而言过高的投资资金门槛。

塔拉时代的最后说明

在塔拉证券成立之初，我们就明白服务的重要性。我们招聘了第一批加入公司的销售代表，了解他们为何而来，也知道如何留住他们，有时留住他们比把他们招进来更加困难。我们留住了我们的销售代表，因为我们真正了解我们的客户——既包括销售代表，也包括他们的客户。甚至有人为了更好的待遇离开，后来发现我们的待遇是最好的，最后又回来了。

当我回顾过去25年时，我看到华尔街的问题一个接着一个。我们打破了企业的限制，把客户和客户的需要置于业务的中心，成为投资界的新生事物。我们演变的一部分是引入收费产品让我们成为收费顾问，在基于佣金收入的年代，作为证券经纪及自营商的服务标准是适当性。如我们所知，适当性很容易被滥用。一旦你跨入收费时代，服务的标准就转变为客户优先。

最重要的是，一开始我们就相信我们有一个使命，相信我们是好人，相信我们会为销售代表和他们的客户做正确的事情。当我穿越时间迷雾回望以往时，塔拉证券的合伙人就像是7个火枪手。我们是一个多样化的团队，致力于帮助人们走出财务决策的迷宫，提供独立的财务建议。我们独立于大品牌的经纪行或者像共同基金那样的自有产品。此外，我们的会计师销售代表独立于我们，因为他们不是我们的雇员，他们十分珍惜他们与客户的关系，认为客户关系重于一切。他们不会把自身置于因为一单销售而失去一个客户的位置上，因为关系远远比任何一单销售带来的金钱重要。我们相信，我们创造了独立性和胜任力的完美平衡。

我的故事至此告一段落。在我继续讲我的故事前，我认为现在是时候谈谈这本书的读者，就是你们——个人投资者了。

---

1. 阿尔法可以说是复杂的财务概念之一，要说起这个概念，我可以用别人听不懂的话，轻易说上一整天。我来举一个例子，首先使用通俗的语言：在某一年份，大类资产有10%的回报率。如果有的大类资产经理名下的基金可以提供11%或12%甚至更高的回报，那就可以说他实现了更高的阿尔法，即超出了资产回报基准。该例术语解释如下：与诸如资本资产定价模型下的均衡模型预测的水平相比，高于该预测水平的证券或投资回报率。我也可以列出相关的等式，但我认为这对厘清这一概念并没有什么用处。

2. “黑色星期一”（Black Monday）是指1987年10月19日，这个星期一道琼斯工业平均指数（DJIA）大跌508点至1 739点（跌幅达22.6%），世界各国股指也同时出现了暴跌。这是股票市场历史上最大的单日跌幅。整个10月期间，全球股票市场也都出现了类似的大跌。有意思的是，从1987年全年来看，道琼斯工业平均指数是上涨的，但直到近两年，才恢复了其于1987年8月25日创造的2 722点的高位。

第3章
与个人投资者合作

我已经在本书中向你们展示了，我作为理财顾问，在职业生涯中错误百出。这样说来，貌似投资者不一定需要理财顾问，他们可以像我一样自学成才。也许人们能够获得所有周边金融信息，具备管理自身投资所需的必要知识和技能。

在我继续讲述我在塔拉证券工作时投资策略演变的故事之前，我想谈谈投资者和投资者行为。理解个人投资者如何进行投资极为重要，不仅对我这样的专业人士来说是这样，对于希望理解自己投资观念的你来说，也是如此。

投资的情绪

在我的整个职业生涯中，有很多人给我讲过有关他们投资本事的神奇故事，以至于我有时会感到好奇，怎么除了我以外，他们也还在工作？大量个人投资者在巨大的网络科技股泡沫阶段迷失了自己，认为投资的成功主要归于自己的投资技巧，而不是形成中的巨大牛市这一事实。不幸的是，现在我不常听到这样的故事了。即使在投资者们有故事可讲的时期，即便他们讲的成功故事都是真的，碰上一两只好股票与做出正确的投资决策来应对未来的财务需求之间，仍存在巨大的差距。

人们不能理性地对待金钱，而且总是会有重要消息影响人们的情绪。但是，学术专家提出有效市场理论的基础和前提是，假定投资者的行为是理性的。其实，在我的职业生涯一开始，我就注意到人们对待金钱是非理性的。作为一个理财顾问，我没用几年就认识到了投资者是多么的非理性，他们情绪大潮的波动是多么严重。

表3.1显示了达尔巴公司（Dalbar）的一项研究成果。这项研究通过计算共同基金的投资现金流入和流出，得出了投资者实际获得的投资回报，而不是证券本身在市场上的财务表现，达尔巴公司在1995年第一次公布了这项研究的结果，震惊了整个投资界。2008年的研究结果与过去公布的结果相似，显示了股票投资者平均获得的投资回报率为1.9%。与此相对照，同期标准普尔500指数的投资回报率为8.4%，同期通货膨胀率为2.8%。如果把这几项回报率画图来表达，研究结果会更令人感到震惊。一般投资者居然连通货膨胀率都跑不赢。1.9%的投资回报率意味着投资者的资金在35年后才会翻一番，而8.4%的回报率意味着投资者资金翻一番的时间仅为8.4年，而且每8.4年后将再次翻番。

表3.1 截至2008年12月31日的20年投资结果

业绩指标	回报率（%）
标准普尔 500 指数	8.4
股票投资	1.9

注：以标准普尔500指数作为市场业绩回报基准，同期通货膨胀率为2.8%。
资料来源：2008年达尔巴公司投资者行为量化分析研究报告

达尔巴公司的研究不检验基金本身的回报率，相反主要研究投资者如何投资。例如,共同基金展示业绩时，往往以市场最低点作为衡量业绩的基准；而实际上当共同基金大幅上升时，投资者的资金才蜂拥而入，因此很多投资者并没有在最低点投资，而是投在了临近最高点附近。这样，也许是因为有太多资金涌入以至于一时不能有效投资，共同基金的高业绩不能维持，部分新进入的投资者会决定卖出基金投

资其他领域。他们在基金间跳来跳去，买入上一年大热的基金，结果却错失了基金的上行空间，然后当股票或基金下行时，他们又卖出投资。这与用几年时间投资一个基金不同。

我遇到的每个客户都想跑赢市场。达尔巴公司的数据告诉我们，从整体来看，个人投资者自我管理投资时，他们的收益平均每一年输给市场6.5个百分点。我们的情绪具有巨大的破坏力，以至于我们不仅难以跑赢市场，甚至连打平市场的业绩都难以实现。

我们怎样解释这个糟糕的结果呢？20年前，投资者持有共同基金的平均时间为10～12年。今天，持有期下降到不足两年。为什么？部分答案来自对投资回报和热门基金经理的追逐。这显示出，建立和坚持一个可持续的投资策略比分析现在市场上哪只基金或者股票是最好的更加重要。个人投资者是情绪化的，情绪主导了他们的投资决策。

折扣经纪账户和无前端费用的共同基金允许投资者开立自我管理的经纪账户，更加直接地管理他们的投资。他们可以在没有同投资顾问和经纪人沟通的情况下，自由地转换投资、买入和卖出基金和股票。确实，部分金融服务业机构在此前的多年间持续收取了过高的费用，在1975年放松监管前股票佣金也高得令人咋舌。我也曾提到前端收费共同基金高得离谱的前端费用和管理费。因此，总体来说，投资者能够自己用折扣经纪账户买到不收取前端费用的基金，是一件很好的事情。

但是这样一来，投资者自己管理投资的结果似乎是，他们更加受到情绪的影响而频繁地下单交易。他们不是打进电话给折扣经纪商买入指数基金，然后等上5年，这样将会是一个相当好的投资策略。与此相反，对一些人来说，能够自己下单交易是令人兴奋的，就像毒品对瘾君子一样。

网上交易能让你发财吗

网上投资的出现是对过去真正的突破。尽管早期的版本十分原始，但仍能够让个人投资者下单交易，满足他们的大量交易需求。尽管刚开始时交易并不便宜，但我从未听到任何人关于交易成本的抱怨。随着技术的进步和竞争的白热化，以及E-Trade这样的新公司进入挤压了那些老牌金融公司的市场空间，交易成本在20世纪90年代大幅降低。尽管如此，一天下单交易一二十次的例子并不少见，而即使交易佣金低到9.99美元一单，加起来仍然很多。网上交易发展很快，到20世纪90年代末，如果你着迷于网上交易，你早已超越了仅仅使用自己的电脑和调制解调器的阶段。有些机构提供短线高频交易软件，因此你可以下更多单。在我看来，着迷于网上交易就像迷恋赌博一样。

这些人到底赚了多少钱？在度量第一代热衷于短线交易的投资者的业绩表现方面，我们手头掌握了一些令人痛心的事实。

加利福尼亚大学商学院的特伦斯·奥丁（Terrance Odean）教授多年来一直从事投资者行为研究，尤其是网上交易行为研究。他的数据来源于一家网络交易商提供的数以万计的交易记录。网络交易所依靠的技术也使得这种广泛而深入的数据分析得以进行。

奥丁和布莱德·巴布尔（Brad Barber）一起做了一项研究，追踪了从一开始提供网络交易服务就参与交易、参与网络交易前取得过“优异”投资回报的1 600个投资者的投资业绩。在他们开始涉足网络交易后，其交易量大增，但是同时由于过度交易跑输了市场。该项研究的作者猜想投资者可能不明白交易成本，或者由于丰富的网络渠道而大大强化了知识错觉，或者也许自己下单交易带来的控制错觉引发过度自信，并进一步导致过度交易。重要的是，我们需要注意，在使用原有交易工具即电话的时代，这些投资者原本能够获得良好的投资结果，但在改用网络交易、能够大量下单后却失去了控制。

巴布尔和奥丁还发表了一篇名为《交易给你的财富带来风险：个人投资者普通股股票投资的业绩表现》的论文。我认为论文摘要的原

文，值得在这里整段引用：

> 持有普通股股票的个人投资者在积极交易的情形下直接支付了一笔重大的业绩罚金。1991～1996年间在一家大型折扣经纪商开户的66 465个家庭中，下单量最大的那些家庭获得了11.4%的年化复合收益率，而同期的市场年化复合收益率为17.9%。平均每个家庭获得了16.4%的年化收益率，其普通股股票投资偏向了高贝塔值、小型和价值型股票，投资组合中股票的每年换手率为75%。个人投资者较高的交易量和因此导致的糟糕业绩，根本原因可以解释为过度自信。我们的中心意思是，过度交易给你的财富带来风险。

信息过载

20世纪90年代很多事情发生了改变。你还记得我们该如何发财吗？那时那些所谓的专家天天给我们讲这些——事实上他们现在也在这么干。可供使用的金融信息量出现了爆炸性增长，你可以打开电视或者全天候在网上获得挑选股票或者挑选基金的建议，不被这些市场噪声影响是不可能的。在股票价格翻了两三倍，邻居和朋友买卖股票都赚了大钱的环境下，你会迫不及待地参与进去。

这与20世纪80年代完全不同。那时，如果我的客户想要转换基金投资，他首先会征求我的意见。晨星公司基金分析报告的引入，极大地增加了人们可以获得的共同基金的信息量，而不必再去找他所感兴趣的每一只基金的招募说明书来分析。投资者不必再到我的办公室来或者到图书馆去研究该转换到哪一只基金。

整体情况在发生改变，这个过程或多或少是自发的。随着早期的探路者宣称自己通过投资赚了大钱，其他所有人都想这样做。如果你走到折扣经纪公司的话，它们就会允许你使用其信息数据库。但网络蓬勃而起，网上各种信息应有尽有。然后突然之间，各种杂志争相刊发针对个人投资的文章评论，而且我们不分昼夜都能收到有线新闻广

播，内容也不限于投资领域，投资狂热随之而起。如果没有通过买卖股票赚到大钱，那你就落伍了，因为你所有的邻居、朋友、家人都在赚大钱，或者至少他们告诉你说自己在赚大钱。

图3.1形象地表明，投资者的资金流动是如何滞后于市场形势的。当市场行情上涨时，大量资金涌入。图中趋势线代表市场行情，竖轴代表资金流动。你可以看到，当市场到达顶点之后，资金是如何持续流入的，尽管没有人知道市场何时才是顶点（这是自然而然的事情），然后当市场行情开始回落的时候，资金就开始枯竭。我们可以看出，只有当市场再次上行的时候，投资者才会再次投资。1999～2004年滞后的资金流向像教科书一样证明了这一原则的正确性，这种情况也就是人们所知的高买低卖。事实表明，根据这种现象，行为经济学形成了某些理论，我将在本章随后的内容中进行讨论。

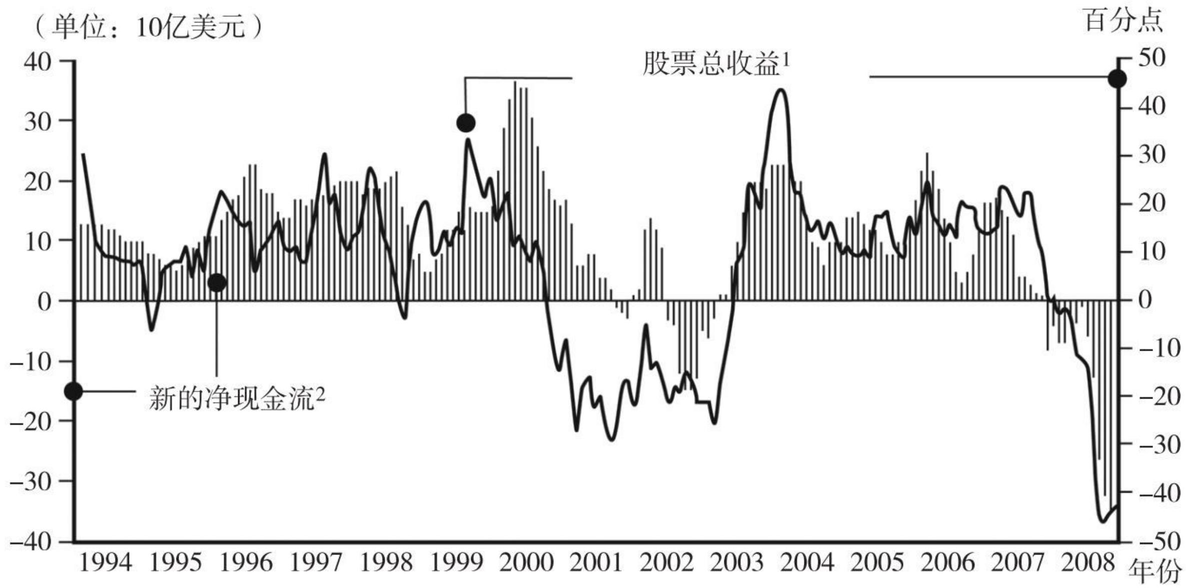


图3.1 1994～2008年间与全球股票价格表现相联系的权益资金流动情况

注：1.股票总收益以摩根士丹利国际股票回报指数的年度变动情况进行测量。
2.新的净现金流按照6个月的移动平均值进行标注。
资料来源：投资公司协会和摩根士丹利资本国际公司

当你钟爱股票的时候

本书的主题之一就是要论述分散化投资的重要性，这是总体风险管理的手段之一。分散投资是我最为核心的投资理念之一，我将在第4、5、6章进行详细讨论。集中投资于某一证券，也就代表可能会发生投资灾难。如果2002年你没有学到这一点，那2008年，当众多曾经的蓝筹公司破产倒闭时，你就有了再次学习的机会。我的投资策略是，要在全球整体市场范围内针对约10 000只股票进行投资，这样如果一家公司倒闭了，这自然很遗憾，但从整体投资来看却属于微不足道的损失。

对于那些因主观情感因素而做出集中投资决策的投资者，我们又该如何看待呢？这主要有两方面的原因：一是投资者可能会因为个人和情感上的原因，而集中持有某些特定股票；二是有某些公司高管或其他员工因为热爱公司，熟悉公司股票的情况，对本公司的未来具有强烈信心，从而集中持有本公司的股票。有时公司本身也强烈鼓励其员工把大量资产配置到本公司股票上。

让我们来看看第一类投资者，他们因情感因素而持有某只股票。过去数年间，你可能在《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）上见过许多悲惨的例子，而我则亲身经历过许多次这样的场景。例如，我曾经为一位年迈的妇人提供过咨询服务，她的丈夫在世时曾经持有菲利普·莫里斯公司（Phillip Morris）的股票，股票多年来也一直表现不错。如今她需要自己做出投资决策了。我给她提供咨询，并强烈建议她卖掉部分股票。她同时还在接触的另外一位财务人员是个股票经纪人，建议她不要卖掉股票，但我的这位客户最终还是卖掉了。6个月之后，当第一起烟草诉讼案开庭的时候，该公司股价缩水60%。作为一名咨询顾问，这类情景正是我提供服务的价值所在。

多年以来，我见过无数次类似的场景。妻子持有股票，是因为丈夫在她们结婚之初就买下了这些股票，当理财顾问建议她们出售部分股票时，寡居的妻子就会十分生气。儿子和女儿一直持有某只股票，

只是因为父母此前的购买决策，这也是情感原因，或者是因为孩子们觉得，自己的父母是投资专家。我只是很不理解，人们为什么在情感上对股票存在那么多的依赖。你根本无法说服对方。想象一下父母的照片，想象一下股票证书的复印件，想象一下当地银行的样子……你对自己爱人或父母的爱恋，不应当与股票市场冰冷的现实混为一谈。

多年以来，我在办公室接待过的公司主管，包括总部在芝加哥的所有知名企业：西尔斯（Sears）、朗讯（Lucent）、摩托罗拉（Motorola）、好事达（Allstate）和莎莉集团（Sara Lee）等。几乎所有的高管都深爱自己所在的公司及其股票。对成功的高管来说，持有公司股票代表着拥有公司的荣誉感，代表着自己的成功业绩。多年以来，这些股票投资也都有不错的回报。高管们希望继续待在公司这辆火车上，因为他们认为这种状况会一直持续下去。我经常看到有些高管，他们在公司的职位达到一定级别后，就被要求持有一定数量的公司股票，在这种情况下，我建议他们可以通过期权的方式来满足这一要求。

过去与现在已经大不相同，曾经出现过这样的情况，有人因为长期为公司服务而得到无偿配股，由此开始了自己滋润的退休生活。我曾经听过有些百万富翁，他们从桂格燕麦公司（Quaker Oats）或者西尔斯公司得到了30年的股票期权或配股权。当然，在那些日子里，每个人都梦想着成为微软或谷歌的百万富翁。

但把这些情况与安然公司（Enron）的员工做一下对比。他们对公司的长远价值坚信不疑，即使公司股票跌到零，也在不断地大笔购入。最后，他们手里的股票一文不值。我曾经读到过这样的消息，贝尔斯登公司（Bear Stearns）一直鼓励员工大量持有本公司股票，经理人员也大量持股，他们最后几乎一无所有。雷曼兄弟（Lehman Brothers）如何？跌到谷底。美国国际集团（AIG）又如何？股票价格和邮票价格差不多。类似的例子还有很多。这就是2008年市场的哀鸿

遍野。你可以继续往这个清单上加名，网络泡沫期间有成百上千的公司破产倒闭。员工只是简单地认为，这种事情不会发生在自己身上。

我见过的这种例子数不胜数，其真实性毋庸置疑。有意思的是，我发现行为经济学的理论可以解释这种现象。综合来看，员工并不知道拥有一家公司股票的风险/收益组合，一项研究表明，半数调查对象认为，持有公司股票的风险要低于持有货币市场基金的风险。个人总是容易过于自信，不注意金融的基本原则，或者只是简单地认为，糟糕的事情不会发生在自己身上。这就是人性。

我见过很多人集中持股，却不曾见过集中持股的长期收益高于分散投资收益的情景。你应当从宏观角度审视自己的投资组合，你所就职的公司已经是你整体业绩的重要组成部分了，不应当持有过多的公司股票，把自己更充分地暴露在风险之中。

如果通过继承得到了一笔集中的股票投资，请你清醒地认识到，这代表的是股票市场的价值，而不是母亲的关爱。尽快与财务分析师联系，看看如何卖出一部分股票。

财富创造和投资风格

关于投资风格、投资理念、情感如何影响投资者对待资金的态度，投资者如何操作，以及为什么这样操作的著述，市面上的各种报道浩如烟海。就我个人的经验来说，要想知道投资者如何进行财富投资，最好的方式就是搞清楚财富是如何创造出来的。财富创造的方式不同，投资者所面临的最大挑战也就不同，但各类投资者都有可能陷入情感陷阱。

就创造财富的投资者和继承财富的投资者而言，他们二者存在着巨大的差异。有各种各样的财富创造者：如律师、医生或者注册会计师这样的专业人士，创业者或企业主；公司高管；养老金所有者，最后还有稳健型的艾迪（Eddie）[注]，这种人十分少见，他们通过节俭而积累起财富。与此相对的是继承而来的财富，不管财富的来源如何，这种情况看起来大同小异。本章随后将讨论这些内容。

不管你是企业主，正在试图掌握足够多的股权以便顺利退休，还是收入不菲的业界专家，正处于积累财富的过程中，或是财富继承者，需要转让遗产，抑或是公司高管，存在资产多元化的需求，对个人来说，所有这些问题都很难控制和管理。这些问题的解决，需要理财顾问秉持不偏不倚的态度，甚至需要吹毛求疵，对于个人不善于处理的问题，甚至不愿提及的话题，与其展开一场并不轻松的深入探讨。

财富创造者

本部分，我将讨论各种财富创造的方式。

（1）专业人士。尽管这里所述的专业人士，比如说医生、律师、注册会计师等，都有自己经营的业务，显然属于企业家的行列，但该专业人士也可能属于独资经营者或者合伙人。他们在业务经营过程中可能会雇用一名助理或者前台接待，但不会有很多雇员，也不会制造什么东西。这就是我对专业人士和企业主的区分，后者将在随后进行讨论。

关于专业人士，他们的特点是在工作期间的工资额度都很高，但不管是医生、律师还是注册会计师，其工作的剩余价值都很低。因此，他们所面临的挑战就在于把工资收入转换成一生的财富，如此才能在退休之后继续维持生活。当然，也存在例外。许多专业人士都习惯了锦衣玉食的生活，但这一切都要依赖于工资。通过养老金计划或

者符合免税条件的账户（qualified account），他们也能存钱，但为了把这些他们习以为常的工资收入转换为足够的财富，以便维持在此前工资收入下的生活水准，他们所要攒下的钱可不是个小数目。

随后我们在本书中将会提及，为了让自己的投资组合延续到整个生命周期，只有保持每年4%的提取水平，才最有可能确保，不管你最终活多久，所需的资金都会源源不断。尽管每年10万美元的花销并不奢侈，但为此你需要拥有250万美元的投资组合作为储备。要想攒下足够多的钱，构建起数百万美元的投资组合，即使生命周期内你的收入不低，这也并不是一件容易的事。如果我们的专业人士习惯了每年20万美元的花销，那相应的投资组合就要翻倍达到500万美元。

我观察到的结果是，他们需要规划师和理财顾问的帮助，搞清楚需要储蓄多少资金，才能够达到退休的要求，也需要针对他们职业末期的低剩余价值得到现实的建议。但是，面对这些负责却不怎么中听的建议，可能会让这些人采取激进的投资风格，因为按照合理保守的收益率，比如说7%～9%，要想积累起如此高的投资额度显然是不现实的。也就是说，这些专业人士认为，为了改变自己难以积累起巨额财富的局面，他们需要承担超常的风险。

要想获得那些专业人士持有的各类证书，你的智商必须达到一定水准才行。但他们常常假定自己在投资领域也能获得类似的成功，在这一点上他们与一般人没有什么不同。他们并不会考虑这些，尽管花了好多年才能在自己的专业领域崭露头角，但他们却没有耐心，不能拿出同样的时间和精力来好好学习投资。投资本来就很容易，不是吗？这种想法让他们的决策失误连连。实际上，我发现由于许多专业人士在自己的专业领域是如此成功，以至于他们想当然地认为，没有人可以就其生活的其他领域为他们提供建议。这种想法的问题可太严重了！

他们也往往喜欢抱团投资。举例来说，如果一位律师或医生把自己的投资标的告诉朋友，那他的这些朋友就会认为，前者已经做了适当的尽职调查，自己就会马上跳到同一个坑里。这些专业人士异常忙碌，他们需要咨询顾问的帮助，协助处理自己生活中这些最重要的问题。他们往往假定，自己在各自专业领域上的认知和成功，会自动平移到投资领域，不幸的是，现实不止一次证明了这种想法是错误的。这使我经常面对如下这种情况：与那些五六十岁的成功人士打交道，费力地与他们沟通真正的储蓄和大额投资问题，以便让他们能够过上体面的退休生活。

（2）企业经营者或企业主。企业主是我最喜欢的客户。他们属于真正怀有美国梦的一群人。无论教育背景如何，通过辛勤劳动和坚韧不拔的努力，不管是机会使然还是运气使然，他们都创下了红火的家业，雇用着众多的员工。说起雇员，许多企业主都十分具有奉献精神，他们认为，对于为自己打工的员工，自己肩负着帮助他们的道德义务。

从投资的角度看，就企业主净资产而言，企业显然占比过高，因此面临的问题之一，就是要如何进行分散化投资，也就是积累企业之外的其他财富；面临的问题之二，就是要搞清楚如何才能帮助企业主把权益变现。

有个小故事，说的是有人经营一家公司，每天都努力工作到很晚。他每晚回到家，不停地抱怨工会、员工、客户、追账还有业务经营的各种问题，然后就对着自己的孩子们说：“早晚有一天，这家公司都是你们的。”要搞清楚如何进行企业移交，这是他们面临的主要问题。企业主只有3～4次机会变现自己在企业的权益。他们比专业人士的情况看起来要稍好一点。

如果企业主去世，那企业可能就需要进行清算，因为经营管理技巧是无法转移的。企业主可能试图把企业卖给下一代，但后者可能具

备也可能不具备企业经营所需要的各项技能。企业主也可以把企业出售给员工或竞争对手。对众多企业主而言，最理想的情形是让下一代接手经营，但在很多情况下，就像那个小故事所讲的一样，孩子们并不喜欢接手。

咨询顾问面临的问题在于，要推动企业主在其业务经营之外积累财富，并逐渐远离企业，这自然也就意味着，不要把每分钱都投入到企业中，而是要进行养老金和退休保障计划的投资。然而这又出现了一种悖论。想象一下，假设企业主可以在业务经营之外进行储蓄，这样就对冲了个人经营的风险。如今他想退休了，如果他把企业卖给了自己的孩子或者员工，那他最终就承担了银行家的角色，实际上是借钱给买家，让他们来买下自己的企业。对于企业主从自己的孩子或雇员那里得到的欠条，要好好掂量一下这张欠条的质量，这也许意味着，本次企业出售风险不小。如果孩子决定停止付款了，那该怎么办呢？如果欠条在银行手里的话，那结果就不一样了。

我为企业主客户提供咨询服务的目标，是让他们可以自由投资，这样即使把企业出售出去，也只是为他们稳妥的退休计划起到锦上添花的效果。我很喜欢与企业主合作，因为他们能够真正理解风险，也理解我控制风险的投资理念。

对于赚钱背后的代价，企业主比普通人的理解更加深刻。但有时候他们希望采取的投资方式过于激进，这与他们的业务经营风格不无关系。因此理财顾问所面临的问题，就是引导他们进行平稳的投资。你可以向企业主介绍：“当然，你希望看到外部投资组合业绩不断增长，但正如你的工作一样，每天都要面临各类风险，因此我们应当保证自己在投资时，要对风险和收益施加一定的限制，这并不仅仅是因为这属于我们每天都需要面对的东西。”

对企业主来说，接班人的安排也很重要。企业主把企业股份变现，固然是部分出于退休生活的需要，但之所以安排接班人，通常更

多的是出于对员工负责的考虑。我们随后会说明，当孩子不适合接班的时候将会出现什么情况，也会讨论企业主为了员工的利益，希望确保公司业务延续下去，在这种情况下，还可以采取哪些其他的接班人方案。

（3）商品交易员。在期货交易所（Board of Trade）上班的商品交易员，通常是与众不同的一类人。来自中西部地区的一个年轻人，可能通过与传统迥异的方式迅速发家致富。通常来说，商品交易员都相当聪明，有些人的生活智慧让人吃惊。此前黄金市场繁荣期间的那一批金票交易员，也就是20世纪70年代末和80年代初的那一批人，他们也是与众不同的。

黄金交易员每年从事的交易在10 000～20 000笔之间，也许这些交易中，半打就为他们贡献了一年的利润。他们不见得了解经济整体的复杂形势，却清楚地知道，如何才能洞悉其他人的心理活动，如何才能解读交易所的各项业务和交易行为，这对他们来说才是最为核心的东西。他们知道，如何才能把交易所正在发生的事情与市场的整体情况结合起来。他们属于真正的风险承担者，也是最终的风险承担者。在观察这些交易员的时候，我不清楚自己究竟是敬畏还是恐惧，或者二者兼有吧。

有个故事，说的不是我的客户，他一天损失了1亿美元，当时1亿美元可不是个小数。这些人都很聪明，他们知道如何承担和管理风险。但这群人中真正的天才人物，在20世纪80年代早期黄金刚刚开始褪色的时候，就早早撤下了他们的筹码。他们安然离场，手里握有大笔现金，足以体面地度过人生的下一阶段。正如一首歌所唱的，他们知道何时入场，更知道何时收手。

（4）公司高管。我此前提到过公司高管，他们是容易对公司股票情有独钟的一群人,这些人可不容易对付。他们中的许多人都充满热情，充满对公司的奉献之心，而他们的工作、地位和在员工中得到的

认同，都需要他们在这家公司继续工作下去。把所有的财富都押注在他们为之工作的公司身上，这在50年前没什么问题，但我们已经从20世纪90年代的市场经验中得到了深刻的教训，而且直到现在为止，还有好多人在自己工作的公司中持有太多的股票。

作为一种激励措施，公司的中高层管理人员通常被允许拥有股票期权或者限制性的股票，要让这些人把投资分散开来，对咨询顾问来说属于巨大的挑战。我曾经与坐落在芝加哥地区的财富500强企业中至少20位公司高管合作过。当公司股价上涨时，他们显然不希望出售，因为公司运转顺利而且他们并不希望支付累积的资本利得税。随后，当公司股价下跌时，或者公司状况不佳时，他们就会等着股价反弹，恢复到最高水平。

我记得多年之前参加过一次游泳比赛，当时与朗讯公司的某位高管进行了交流。可以预料到，他对公司充满信心。我以理财顾问的身份向他做了介绍，随后我们俩就开始谈论股票。我说，我自己并没有持有任何股票，而这里显然有一个人把自己的全部投资都放在了同一只股票上，那就是朗讯公司的股票。

他说他决定继续持有朗讯公司的股票，我建议他卖掉一半。他说他想等着股价超过75美元之后再卖，我问他为什么觉得股价会到80美元。唯一的答案就是他个人的判断，股价走势就是他自己脑海里的一条虚拟运行线。他甚至还没有达到真正可以深入了解公司的高管位置。我们都知道接下来的故事,股票从未到过80美元，而他与其他成千上万个不走运的朗讯公司雇员一起，眼见着股票跌到了4美元。

这个例子比较极端，但并不罕见。它展现了一些高管所面临的两难境地。有些公司要求最高级别的管理者持有一定数量的公司股票，因为这展示了他们对公司的信任和承诺，而正如我此前所说，部分高管是通过股票期权和限制性股票的形式，被动持有公司股份。但绝大多数公司高管并没有被要求持有大量公司股票，也没人要求他们把自

己财产的很大一部分都放在公司股票上。咨询顾问面临的挑战在于，要说服高管将其持有的股份比例保持在一个合理水平上，在我看来，这个比例不应当高于该高管整体投资的15%～20%。

公司高管应当通过401(k)]账户[注]或者外部投资来分散其对本公司的股票投资。高管应当认识到，这并非对公司不忠，而是通过分散化投资进行自我保护，这一点十分重要。由于公司高管要依赖于公司提供的工作机会和现金流收入，所以持有过多的公司股份，实际上属于最极端的集中持仓风险的例子之一。

（5）稳健保守的投资者。我过去经常见到这种人，但现在要少一些了。《邻家的百万富翁》这本书对这类人可谓描绘得淋漓尽致。稳健保守的艾迪生活简朴，长年累月地存钱。他住在早已经还清贷款的一间小房子里，在储蓄存款、股票和共同基金等上面有100万或200万美元的投资。通常这些人都经历过大萧条，不管他们是生于其间，长于其间，或者读大学时碰上了，大萧条都给他们的生活刻下了深深的烙印。这群人省吃俭用、勤俭节约，真心不喜欢花钱，因此也积攒下了不菲的财富。婴儿潮那一代人并没有这样的生活或消费习惯，尽管我时不时也会发现一些例外情况。这类婴儿潮之前出生、终生勤俭节约的人，如今都已经是花甲之年。

而接下来故事的基调就变得有点讽刺甚至悲哀了：我坐下来与这些稳健保守的投资者交流，谈论他们的遗嘱和房产资金计划，这都是他们攒了40年、50年甚至60年的钱。通常的情形是，他们的子女属于婴儿潮一代，都迫不及待地希望把这些继承而来的遗产消费出去。

（6）有养老金的投资者。最后一类投资者正越来越罕见。长时间为同一家公司工作，赚取丰厚的养老金，这种情况在20世纪50年代和60年代就已经不多见，而到我们这个时候，这种情况近乎绝迹。根据泛美退休研究中心（这是一家由荷兰保险集团泛美人寿保险公司赞助

的非营利性机构）的研究结果，2007年，只有21%的全职雇员还享有老式的退休金计划，而2004年这一数字是54%。我在网络泡沫鼎盛的时候做过多次演讲，我的听众是那些已经退休的人，他们把养老金拿出来，过度集中地投资于科技股。我跟这些人有过无数的交流，希望他们分散股票投资，更多元、更合理地进行资产配置，却往往无功而返。当然，那时人们谈论的都是科技股、科技股、科技股。我知道他们许多人最终都损失惨重，这就是因为没有做到分散投资。

与这类苦苦挣扎的退休者不同，我与一对夫妇进行了沟通，他们都是退休教师，每人都拥有丰厚的退休金，两个人加起来每年有14万美元。如果按照4%的提取准则来看待这个数据[注]，就相当于他们在工作时攒下来350万美元，这对高校教师来说可是一个了不起的成就。他们在储蓄存款上只有10万美元的投资。

他们问我："你有什么建议？"我看着他们说："除了要安排一下遗嘱、信托和长期护理保险的事宜，我认为你们不需要理财顾问。"这些人从来没有挣过大钱，自然也不会有丰厚的存款，但与我每天打交道与其沟通的大多数人相比，他们确实要高明得多，因为大多数人对于如何进行投资、如何管理其余生的各类资产，整天苦恼不已，而从整体来看，他们在这方面做得不错。

我们也许可以带着讽刺的眼光，回顾一下过去家长式的工作岁月，当时工作人员一生都为一家公司服务，随后就得到养老金，我们可能以为，通过401k)计划和个人退休账户来管理自己的资金，我们由此更加自由了，但在我看来，对于大多数人来说，自己进行资金管理不仅难度很大，而且压力重重。因为成本过高，大多数公司现在已经不再提供养老金方案，而随着人们寿命的极大延长，这种成本就更高了。不管当前的制度是否运转良好（甚至是否运转），也不管到我们退休的时候社保制度是否还存在，这都是我们将来所要讨论的话题。

但事实是，对于这些数量不多的拥有稳定收入的人来说，不管是无心插柳还是有意为之，他们好像早已经看穿了这一点。

这些拥有养老金的投资者主要面临两大类风险：

（1）通货膨胀风险。如果养老金额度不高，或者没有规定自动根据通货膨胀进行调整的条款，那在65岁时过得很好的人，到80岁的时候就可能晚景凄凉，因为到时候生活成本将至少翻番。对一位只有10万美元存款的人来说，这将会是一个大问题。

（2）公司风险。公司可能会破产，或者为了应对突发情况而削减养老金支出，不仅是公司会这样做，政府机构也会，而且已经这样做过。尽管养老金保障公司（Pension Benefit Guaranty Corporation，简称PBGC）(注)可能会对养老金支付提供部分保障，却不能为全部的养老金总额提供保障，当一项养老金计划停止的时候，自然也不能保证某一特定的养老金或退休福利不会受到影响。

在2008年和2009年糟糕的市场表现之后，对于那些55岁以及年纪更大的人来说，退休储蓄这个话题就盘旋在他们的脑海里挥之不去。我们已经见识过，像花旗集团（Citicorp）、美林、通用汽车(General Motors)、房地美(Freddie Mac)、美联银行（Wachovia）和福特（Ford）等大公司减计资产，损失达数十亿美元，都是以十亿美元为计量单位。面对这种情况，这些公司的员工和养老金持有者如何才能对福利削减视而不见呢?

当然，从一场名为“通用汽车额外费用削减声明”的发布会中，我们翻出了以下声明：

> 自2009年1月1日起，对于超过65岁的美国受薪退休人员，将停止其医疗保险。受到影响的退休人员和尚存的配偶人员，将从通用汽车的超额美国受薪计划中，以提高养老金的方式获得补助，以此

抵消基本医疗和补充医疗提升的成本。而对于2008～2009年间美国和加拿大受薪的员工，将不会再有新的升级补偿。

正如《华尔街日报》的一篇文章所说：

通用电气周二声称，公司将停止为65岁及以上的受薪员工发放医疗保障费用，这标志着一个福利不断缩水的新时代已经来临……长期以来，退休福利专家一直呼吁，所有员工，包括即将退休以及已经“赚到”全部退休福利的员工在内，都应当假定这些福利会在未来取消，不管这将发生在他们退休之前还是退休期间，他们都要提前规划并及早储蓄。

尽管这项声明只涉及医疗福利，实际上就福利缩减内容而言，作为公司福利计划的一部分，这只是公司大规模福利缩减的前奏。在很多情况下，我们都见到过养老金的缩减。

(7)继承得来的财富。最后我们看一下那些财富继承者。几乎每个人面对富人时都带着艳羡的目光，但对他们的财富来源则不闻不问。在如今的大众媒体普及之前，普通人对于真正的富人所知甚少。富人躲在财富背后，我们其他人庸庸碌碌，也无须与那些不用工作的人进行对比。但随着《人物》（*People*）杂志及类似刊物的普及，以及一系列电视节目的传播，不停地传递着富人很富而我们很穷这一事实，最终导致一切都发生了变化。如今普通人的财富管理依然糟糕，但对财富的渴望是如此热烈，以至于他们把自己寥寥无几的财富都投在了彩票上。

但是，拥有财富并不一定能带来幸福。原因之一广为人知：他们得到一切太容易了，反而没有期待和追求。

在作为房地产律师的25年间，我工作的很大一部分内容是帮助客户进行财富的保值和转移，但很遗憾地说，把财富传承给下一代可能

并不是一件好事情。这听起来好像是本书的名字（或者好像是电视节目生活秀的一个点子），但对于刚接手巨额财富的人来说，他们经常发现自己难以找到生活的方向，实际上，他们有时候甚至找不到每天起床的理由。把巨额的财富传承给下一代，对一个家庭来说可能并不是什么好事情。

当然，有些财富继承者凭借自身的努力，也会成为成功的财富拥有者，但更多的时候我们发现，继承财富的下一代并没有其父辈或祖辈的才能。此外，因为这些财富是别人给的，继承者会认为财富积累很简单，从而容易做出糟糕的决策。他们无须深入了解业务情况，也没有经受过风险和形势的考验。实际上，他们无须追求任何东西。根据我的观察，多半的情形是，这些财富继承者最终靠信托账户的利息过活，这与其父辈或祖辈对他们的期望大相径庭，也与其继承的财务资源不相匹配，或者由于糟糕的决策，他们最终把这些继承而来的财富挥霍一空。

咨询顾问面临的挑战在于，要帮助这些财富继承者制定一个基本的投资策略，这样使他们至少可以安排好自己孩子的生活，并为孩子们的大学教育做好规划。对他们许多人来说，即使是找到一份让自己感到有意义的工作或职业，也不是一件容易的事。尽管我认为，自己的成长经历让我对这类问题已经形成了一定的见解，但作为一个理财顾问所能做的，最多也就是帮助暴富的这一代人安排可能面临的财富传承工作。至少我希望让这些人认识到，就财富本身而言，它可能会侵蚀或腐化其后代或者孙辈的生活质量。这些情形下的词汇很搞笑：侵蚀或腐化，但财富真的会产生影响。财富的传承并不一定会给下一代带来益处。

有时，富裕的父母或祖父母希望通过慈善事业或成立基金会的方式，来把财富传递下去。对继承财富的下一代来说，这并非一个赚钱的方案，但可以为他们提供一个媒介，让他们参与到社区活动中，或

者参与到这类慈善机构的董事会中。一般人经常想当然地认为，这只是一种制度安排，目的是为了让下一代在得到这么一大笔钱的时候，避免过度的税收负担，然而这种想法属于重大误解，因为税法对这类制度方案高度关注。与此相反，这类计划的出现是由于父母或祖父母认识到，与直接把财富传承给下一代相比，有时候向社会返还财富更加重要。

对继承财富的下一代来说，一个家族最有效的管理工具之一就是找一位优秀的财务顾问，就财富利用坦诚地提出建议。即使如此，也需要这个家族愿意倾听。

行为金融学

对入行时间跟我一样久的任何一位理财顾问来说，他们都可以就自己见过的个人投资者所做的投资失误，向大家讲授同样的案例。有时候我甚至以为，自己见过的案例已经无所不包。行为金融学把投资者的行为作为客观的研究对象，这是一个宏大而又不断发展的课题领域。此外，科学技术的同步发展，曾经推动了网上交易的繁荣，同样也让那些专家学者对一定期间内10 000或60 000名投资者的网络行为展开了深入研究。我真希望自己能够深入分析这些投资的原则，但这里只能提到其中最重要的一部分内容，我强烈建议你自己去搜集更多的信息。对这部分领域的研究工作，可以与我自己对客户和投资者的观察紧密联系起来，其密切程度让我惊讶不已。

行为金融学教授：卡尼曼，特维尔斯基，泰勒 行为金融学研究的主要是投资者的行为，这项工作已经开展了40多年，其起源于两位以色列学者丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）和阿莫斯·特维尔斯基(Amos tversky)，他们于1979年发表了具有开创性意义的

文章《预期理论：风险决策分析》（*Prospect Theory:An Analysis of Decision under Risk,* 该文为该领域的研究打下了基础。丹尼尔·卡尼曼还于2002年获得了诺贝尔经济学奖（遗憾的是，特维尔斯基在1996年去世了）。尽管第一篇文章偏重数理分析，首要目的是为了质疑预期效用理论，也就是个人行为理性和追求自身利益的理论，但随后其他人和作者本人对这篇文章的发挥阐释更加平实易懂。理查德·泰勒（Richard H.Thaler）是第三位开创者，卡尼曼称，泰勒是自己赢得诺贝尔奖的重要人物。泰勒认为，人们的行为并不理性，也不见得总是追求自身利益。对于什么事情最好、最健康或者最有成效，人们通常一清二楚，但实际操作起来却很难。

但考虑到行为金融学的心理学基础，该理论的反对者也十分广泛。毕竟，金融和经济运行的基础是基于理性投资者的判断，因此，展示出现实世界中投资者是如何的不理性，这种观点并不总是受到金融界人士的欢迎。

这里有一条警告：我的整个投资理念的基石是认为市场是既有效又随机的，这与普通说法并不相同，即市场或市场参与者是理性的。确实，不理性的冲动可能会不时席卷市场，对此市场的反应是过度繁荣或崩溃。尽管行为金融学能够在一定程度上持续地预测到投资者的不理性行为，但这并不能改变我的观点，即市场是既有效又随机的。市场规模是庞大的，即使在2008～2009年的熊市期间，美国的整个市场资本金额可能高达11万亿美元；即使普通投资者中了头彩，随后彻夜不眠，狂热地进行在线交易，考虑到整个市场的规模，其行为依然可以忽略不计。

预期理论

丹尼尔·卡尼曼和阿莫斯·特维尔斯基将其理论命名为“预期理论”，因为该理论试图根据投资者的预期确定他们是如何做出投资决策的。

直到两人的论文发表之时，投资界依然认为，投资者会理性权衡投资的收益和损失，从而根据预期效应理论进行理性决策。卡尼曼和特维尔斯基发现，人们对于情景的反应要取决于情景形成的预期，而且与收益相比，人们对损失更加敏感。根据对问题的描绘不同，人们的偏好差异会高达30%～40%。人们更倾向于片段化的思维模式，在看待收益和损失的时候，并不是基于整体的经济背景。与投入的资金量相比，收益或者损失以及我们对此的感受显得更加重要。

此外，与那些确定的结果相比，人们倾向于低估可能取得的成绩，这导致人们在面对确定收益时采取了风险规避的决策，在面对确定损失时采取了风险偏好的决策。卡尼曼和特维尔斯基最重要的发现之一，就是投资者并不会对损失和收益采取相同标准的衡量方法，实际上，一个人会觉得，损失的痛苦与获得收益的喜悦程度相比，前者要比后者高出大约2.5倍。与追求收益相比，投资者更倾向于努力避免损失。

我们把这种现象称为“损失规避”，这对咨询顾问来说可是件麻烦事。因为投资者可能面临着整体正面的财务结果，却只聚焦于导致损失的投资部分，从而失去了对整体投资形势的把握，坚持抛弃导致损失的部分投资组合。这绝对是一些投资行为出现的原因之一，即投资者厌恶在损失的时候清仓，因为这会把理论损失变为现实损失，他们希望继续持仓直至价格回转。此外，由于投资者对损失高度敏感，也会导致当市场形势不好的时候，出现投资恐慌性出逃的场景。

把这些因素放在更大的投资背景下来看，我们可以说，在投资过程中，恐惧的威力是贪婪的两倍。

狭窄的考量因素，过短的时间要求

投资者经常基于狭窄的考量因素做出投资决策。这部分源于投资者风险规避的投资思路，因为个人会更关注投资组合的损失，而不是

投资的整体情况。例如，把一种情况描绘成具有50%的成功率，而不是说具有50%的损失可能性，投资者更有可能会认同前一种情况。

大多数人更加关注短期业绩而不是长期表现。这对于追求长期成功的个人投资者来说，当然并不是什么好事，因为日常波动属于投资的一部分。向投资者进行宣传的方式也会影响其决策模式。有一项著名的研究表明，无论实际知道些什么，如果日常生活中面临各种信息的轮番轰炸，那作为投资者也会被引入歧途。

错位效应

错位效应是指投资者经常发生投资错位，即持有一笔损失投资的时间过长，而卖出一笔获益投资的时机太早。正如研究者所说："个人投资者展现出一种持亏卖盈的强烈倾向……这会导致收益的降低，尤其是对应税账户投资更是如此。"

乐观主义和过度自信

走进任何一间坐满人的会议室，问一下有多少人的驾驶技术位于平均水准之上。大多数人都说他们是，这在统计学上自然是不可能的。过度自信是人类的特征之一。人们会把投资或者其他事情上取得的成功归因于自己的能力，而把失败归咎于其他事情、坏运气甚至是被人陷害。过度自信很快就会膨胀起来。研究表明，只有很少的成功交易员可以让别人相信，他们属于才华横溢的投资者之列。人们往往存在控制一切的幻觉，认为自己实际处理事务的能力，要远远超出自己的现有水平。

过度自信的投资者往往投资过于激进，通常男人比女人更容易过度自信。过度自信的投资者（包括绝大多数人在内）比那些理智的投资者交易更为频繁，从而导致投资业绩更差。男人比女人交易更加频

繁，因此收益降低得更多。个人每年的换手率大约为70%，但交易最频繁的人，其收益最低。

总而言之：过度自信属于人的本性。在投资界，当感到过度自信的时候，我们就更可能根据自己的思路，放任地实施投资行为，这导致了更频繁的交易。投资者交易越频繁，就会损失越多的资金。

初级多样化

针对投资者行为，泰勒最伟大的发现之一就是关于401(k)账户的投资问题，尽管其发现也适用于其他各类投资行为。很多人甚至是绝大多数人在管理401(k)账户的时候，对投资都所知甚少，因为他们利用的是简单的经验法则：把资金平均投入到可以投资的多个共同基金上。这里有一个很有意思的故事，是关于著名的现代投资组合理论的创始人哈利·马科维茨（Harry Markowitz）的，他承认，自己在管理其退休资金的时候也采取了这种投资方法。

与此相关的另一个原则是多样化不足，也就是大多数个人投资者并没有真正理解投资多元化的含义。他们为了投资多元化而购买了5只共同基金，但这5只基金的投资风格大同小异，甚至他们根本就不知道多元化是什么。

说服效应

与可信度较高的论断相比，人们更愿意相信那些自认为可信的消息来源。人们不注重对投资经理的调查研究，正如他们不关注谁与这位投资经理共事一样。如前所述，像医生这类专业人士尤其容易采用这类投资策略。这也就是像伯纳德·麦道夫这类巨额诈骗悲剧发生的原因之一，其为华尔街的传奇人物从投资者那里骗取的资金额度高达500亿美元。

坚守底线

读完本章之后，对于如何才能做出一项理智的投资决策，你可能都会力不从心！而这，仅仅是对投资这一宏大而不断发展的领域进行研究所做的最粗浅的介绍。因为篇幅所限，我略去了很多内容。

我们应当坚守的底线是，大多数人对股票交易的知识，并不多于对修理自家汽车刹车片的认知。如果有时间、有意愿，而且你认为鼓捣自己的车很有意思，那就放手去做吧。但如果你想让车运转起来，自己却没有受过专业培训，那最好请教一位专家来帮你解决车的问题。

有人认为，管理好将会影响自己余生的财务问题，要比修理好自家的汽车要容易得多，这是什么原因呢？机构投资者拥有各种资源，他们取得的平均投资业绩约为市场收益减去交易成本。花业余时间阅读《财富》（*Money*）杂志甚至是《财智月刊》（*Smart Money*），你认为需要多长时间才能让你取得那些全职专业人士所无法实现的投资业绩呢?

除此之外，当进行资金管理的时候，我们大多数人几乎都难逃情感因素的影响。有些情感因素是与生俱来的，深深根植于我们的身体中，它们只是在投资的时候难以正常运转。此外，财务咨询顾问都是全职的投资专家，他们提供的真知灼见是我们自己利用业余时间的琢磨难以实现的。

资金管理是一件严肃而重要的事情，应当让一位全职专家来给你提供指导。对你来说，如果在线交易很有意思，那就应当把你原准备用于拉斯维加斯旅游的同样额度的资金用于在线交易。不管你认为自己知道的有多少，也不管你是如何自信，如果自己实施投资，你失败的概率会相当高。

1. 艾迪，《邻家的百万富翁》（*The Millionaire Next Door:The Surprising Secrets of America's Wealthy*）一书中的人物。

2. 401(k)账户即401(k)退休计划账户，401(k)退休计划始于20世纪80年代初，是一种由雇主、雇员共同缴费建立起来的完全基金式养老保险制度。

3. 在本书中，我们随后将对此进行深入探讨，尤其是在第7章和第8章。4%准则的意思是，如果你每年从自己的全部退休金里面提取的比例不超过4%，那就很有可能实现终身提取。如果你自己全部投资的4%为14万美元，那你的整个投资将达到350万美元。具体的计算过程是：140 000÷0.04。

4. 养老金保障公司是1974年根据《雇员退休收入保障法案》（Employee Retirement Income Security Act，简称ERISA）成立的一家联邦企业。目前其覆盖了近4 400万美国在职和退休人员的养老金计划，涉及30 330个私人单一雇主和多雇主的确定收益型养老金方案。养老金保障公司并不接受一般税收收入的资助，公司的运作是由国会通过的保费收入来提供支持，具体由确定收益型养老金方案的缴费人、投资收益、由养老金保障公司担任受托人的退休金资产、之前为该计划缴费的公司补偿等共同支付。

第2篇
投资和风险管理

第4章
积极管理，徒劳无功

到目前为止，我在本书中所讲的，是自己不断研究探索出来的一些经验，我试图找出一种可持续的投资策略，以便能够在长期内为客户提供服务。我曾经探索利用过许多投资技巧和方法，比如试图进行波段操作，利用黑盒子，或者利用技术分析进行投资，但这些方法都不可行。我认为自己配置资产的方向路线是正确的，但还是面临两个主要问题。首先，我电脑里的投资优化方案总是导出一些稀奇古怪的结果，具体情况根据数据录入的方式不同而有所差别。我曾经很希望开发一种优化方案，让我无须再猜测未来。其次，我没法找到投资风格与大类资产类似的共同基金。共同基金经理看起来总是按照自己内心的节奏行事，而不顾市场前景如何。

但我依然坚信，不管是在华尔街，还是在各类大型的资产管理机构，市场上总是存在"真正的聪明人"。问题之所以产生，是由于我没能找到合适的投资经理，也没有发掘出合适的基金产品。直到现在，本书的大部分结构都是按照时间排序的，我一直在回顾自己在塔拉证券的经验教训。在此前的章节中，我曾经偏离了按照时间顺序叙事的节奏，而是讨论了个人投资者的问题，他们在众多方面都受到感情因素的影响。

同样在本章中，我再次大幅打乱了按时间叙事的节奏。在最初规划本书的时候，"积极管理，徒劳无功"这个题目所体现的主题，大多是出于对主动管理型基金经理所收取的管理费的考虑。但2008年和2009年可是有记载以来数得着的不同寻常的年份，此时的情况与以往存在明显区别：损失金额数以万亿计，救助资金十亿起步等。因此在

本章中，我会首先对2007～2009年间，我们在市场上已经见到的那些华尔街失败案例进行介绍，并分析其对我的投资策略演变所产生的影响。在媒介公司连续全天候铺天盖地散播坏消息的背景下，我们看看市场表现究竟如何。随后，我列举了一些主动管理型投资所产生的费用数据和损失金额，并通过这些数据说明了为什么波段操作是不可行的，这也就是那些投资模式不可行这一话题的结尾，而有关这个话题，我本可以写得更多！这也同时是第5章的前奏，第5章我将介绍那些我认为切实可行的投资策略。

华尔街的崩塌

2008年3月贝尔斯登公司的破产并不是早晨的叫醒电话，这是一场地震的发端。随着当年春天和夏天的来临，一个个消息不断传来，诉说着金融企业遭受的重创：雷曼兄弟公司倒下了，房利美（Fannie Mae）、房地美和美国国际集团接受了政府救助，高盛（Goldman Sachs）和摩根士丹利变成了商业银行，美林把自己卖给了美国银行（Bank of America），市场持续下行，指数迭创新低。你刚刚认为今年不可能让人更痛苦的时候，又发现华尔街长期以来备受尊崇的伯纳德·麦道夫——纳斯达克股票市场前主席，通过各种方式诈骗了投资者约500亿美元。随着时间的推移，华尔街历史上最不可思议的事件接连出现。我一直希望，自己已经通过各种惨痛的经历学到了教训，但如今看来，我要学的还有很多。

早些年间我一直认为，这些华尔街的投资银行家和基金经理都属于“真正的聪明人”，这是我在本书通篇使用的一个短语。但我从未把自己视为其中的一员。我认为，坐在这些专家的脚下，认真地向他们学习，这是自己应当做的工作。如果能去纽约，又有谁会无动于衷呢？那里有最雄伟、最壮丽的高楼，有最宽阔、令人印象最为深刻的

交易室，有鼎鼎大名的人物，有漫长悠久的历史，也有拿到哈佛大学、普林斯顿大学、麻省理工学院等多个学位的精英人士……我原以为，自己可以从他们身上学到如何才能更好地为客户服务，我原以为那就是他们希望让我知晓的专业技能。

华尔街的公司拥有世界上最好的资源和各类信息，这也就意味着，它们不仅拥有实时的电子通信系统，还拥有全面覆盖的老同学关系网络。公司不惜成本招揽来最优秀的人才，也配备了甚至连美国宇航局都会羡慕的高科技设备。他们薪金丰厚，大权在握，影响深远，以个人、公司和主权政府为服务对象，他们掌管着数十亿美元的资本。

随后的情况表明，事情发展到最后，华尔街投资文化中最令人控诉的地方，事情发展失控最为人所诟病的证据，就是这些世界上最大、最为复杂的投资和金融企业，甚至连自己都挽救不了！如果作为最优秀的顾问企业，把自己带到了悬崖边上，那别人又怎么能指望从他们那里得到建议呢？随着这些公司的陨落，他们几乎让整个美国经济一起崩溃，也许甚至险些让全球经济都为之陪葬。在整个职业生涯过程中，对于那些依靠存在内在缺陷制度的企业并听从其理财建议的客户、合伙人及其他任何人，我都会大声指责。2008年，我最深切的恐惧变成现实。

传统意义上的华尔街已经于2008年一去不返。面对大萧条以来最为剧烈的市场动荡，我一直试图为客户提供可持续的投资策略，市场上的各类问题给像我这样的理财顾问带来了巨大的挑战。我们可以从2008年的市场动荡中学到什么？在我的余生里，这些教训又将如何影响我的资产管理能力？我们又如何才能帮助客户管理其资产呢？

道德风险：2008年惨痛的教训 道德风险是一个有着深层意义的词汇。词典的定义并不能很好地阐述这个词汇的实际应用。你

可能以为，这个词汇是泛指，用于描述市场中的道德问题，但这种理解并不准确。我们需要一位哲学家来解释这个词汇，并进行切实的阐述，这样我们所有人对这个词汇的理解才能保持一致。

由于这方面的缺失，我将只描述道德风险的含义，以及我认为在这种投资环境中关注道德风险之所以重要的原因。对华尔街来说，道德风险具有特殊的含义。从实质上来说，它意味着，其他人为你承担了风险，而你采取的行动可能不会对你自己造成影响。这一含义反过来也适用于华尔街的投资氛围。如果你认为自己通过华尔街的方式做出投资决策，却无须承担特定风险，那你的投资行为可能就会有所不同。如果你或者你所在的公司不太可能承担自己投资行为的全部后果，会导致你采取更加冒险的投资策略，或者与自己投资时的情况相比，表现得更加粗心，那你就面临着道德风险。如果你认为自己需要为所有的投资决策负责，那你可能会采取一种投资行为；而针对这些投资决策产生的影响，如果你认为其他人将会承担部分或全部后果，那你可能会采取另外一种投资行为。随着时间的推移，不管投资建议被证明是正确的还是错误的，作为一名咨询顾问，只要面对客户，都要承担起相应的责任。我认为华尔街的情况并非如此。

举例来说，华尔街交易员传统的报酬方式就体现了一种道德风险。多年以来，当为公司贡献了巨额利润的时候，华尔街债券交易员一直通过奖金的方式赚取大量报酬。但如果赔钱了，什么都不会发生，或者他们顶多被解雇。赚钱和赔钱之间并不存在对等关系,与赚钱取得的丰厚报酬相比，赔钱所要付出的代价太小了。

想象一下，这将会如何刺激人们去冒险。如果我是一名交易员，采取了极为冒进的风险策略，运用公司资金进行投资，如果该策略奏效，那我就会得到巨额奖金。而如果该策略无效，或者一败涂地，那我可能就拿不到奖金了，或者我也许可以保住工作，也许不能，但可以肯定的是，我不用补偿那些损失的资金，也不用因为

把公司置于风险之中而承担责任。长期以来，奖金额度还在节节攀升，这一直是华尔街的标准运作流程。就在人们因为美国国际集团几百万美元的奖金而争论不休的时候，2008年12月，在被美国银行收购之后，美林公司向其员工发放了40亿美元的奖金。你可以想象一下，这些百万美元的巨额奖金是怎样让华尔街交易员们彻夜不眠，不断地探求各种冒险新花样的。

梦碎对冲基金

对华尔街来说，仅仅获得市场平均收益是远远不够的。“真正的聪明人”要不断推出新的销售产品。我认为，不管是过去还是现在，华尔街研究报告的主要目的都是为了销售新颖而创新的产品，这是他们利润的源泉。当市场平淡的时候，他们就需要寻找新的收入途径。因此，如果传统的共同基金无法获得超出市场的收益，那“真正的聪明人”就需要找到新的产品来做到这一点。其中的手段之一就是对冲基金。

到底什么是对冲基金？许多人都会问，次数多得我都记不清了。对冲基金实质上属于针对富人的共同基金，他们在把资金投入对冲基金之前，要表明自己可以承担全额损失的代价。对于那些宣称试图保护普通投资者的监管者来说，他们对对冲基金的管制过于宽松，使得其可以投资任意领域。

对冲基金具有两个引人关注的特点：

（1）对冲基金基本上可以购买或出售任何投资标的。为了实现出售的目的，对冲基金并不需要实际拥有这些产品，这也被称为卖空（short-selling）。

（2）对冲基金经理们获取报酬的方式，鼓励他们首先承担风险，然后在风险策略无效的情况下再进行基金清算。

它们顶着“对冲”的名头，是因为原本对冲基金采用了复杂的对冲技术，比如说以该基金名下的证券为标的，通过买入看跌期权或卖出看涨期权，来保护其在市场行情不好的时候免受损失，但它们很快就突破了这些基本对冲技巧的范围，将买卖范围扩展到世界上的任何物品。一笔对冲基金可以任意买卖，也就是任意做多或做空，交易标的从咖啡期货、外汇远期到衍生产品无所不包，而这些也许只有数学博士才能搞懂。交易员们可以任意操作对冲基金，基本没有监管限制，因为如我此前所说，只有证明你拥有大量资金才能进行类似投资；也只有属于合格的买家，拥有一定量的资产或收入，才能进行对冲基金投资。早期的部分对冲基金业绩惊人，随后就一蹶不振。

对冲基金第二个引人关注的特点，就是其向投资经理支付费用的结构比较特殊。面对投资获利的全新需求，客户为“真正的聪明人”提供资金，由他们代为投资，并同意向他/她按照每年200个基点的比例，根据投资资金额度支付报酬，并额外提供20%～30%的投资收益分红。这是当前资金管理的一个新特点。这也就意味着，如果对冲基金经理从你这里每年拿走100万美元（也就是说，你委托他们其中一个人负责100万美元的投资），那你需要从总投资中拿出2万美元，为他们替你投资支付报酬（而且该报酬上不封顶，也就是说你拿出多少个百万美元用于投资，就需要支付多少个2万美元的报酬）。随后如果他们投资业绩良好，比如说一年的投资收益为25%，那你就要额外支付他们7.5万美元。但你依旧是很高兴的，因为你一年的收益仍然有15.5%。同时，这些投资经理自身的收入是没有上限的，因为他们根本无须动用自己的资金，只是用你的钱来投资。

此外，对冲基金投资者通常每年只能在特定时间内，或者在基金经理要清算的时候才能取回资金。这简直更好了。投资者可能根本不

知道基金经理是如何投资的，也不知道他们到底在买卖哪些债券。其中的秘诀在于，由于基金经理可以买入任何资产，也可以随意买多或卖空，因此不管市场环境如何，这位“真正的聪明人”都可以赚钱。毕竟，我们可以看看自己为投资经理们所提供的激励措施：他能从投资收益中攫取20%～30%的利润。

对冲基金经理们的投资难道就没有什么不足吗？他们是否承担损失呢？他们属于超级聪明人，“真正的聪明人”。这也就是说，他们不会承担任何损失。如果承担了，他们就不那么聪明了，而你也不希望雇他们投资了。大多数进取型共同基金尽管内部收取着200～300个基点的费用，但业绩表现还不如市场整体（可以参考部分指数），而如今对冲基金经理们希望做到这一点，同时收取20%～30%的超额收益。想象一下，为了克服这类费用对投资业绩的拖累，这些对冲经理会承担多大的压力。

这就是其中的全部逻辑。他们把你的钱拿来，用于创新型的复杂投资，可能只有核物理专家才能看懂（是的，他们有时候雇用这些人来进行投资策略设计），然后拿走很大的一块利润，却不用承担一点损失。这真是太棒了！

那么这种模式可行吗？嗯，在一段时间内，有些是可行的，但每年也有1/3的投资被清盘了。每个人都听说过那极少数业绩优异的基金，而正是这极少数的基金吸引了数以千计的投资者，把数十亿美元资金投入其中。部分对冲基金的成功业绩，正如你听到邻居说在科技网络股暴涨期间，有人拿着美国在线（America Online）的股票赚了10万美元一样。这对于投资者的诱惑，就如同罂粟花一样。对冲基金最初的设计，是利用市场无效的情况来赚取利润，但通常来说，它们无法做到这一点。

现在我们假设对冲基金的收成不好。对此会计处理的方式是，如果对冲基金价值下滑，那么对冲基金经理就没法得到业绩奖励，这种

方式确实有效。但如果基金价值下滑，随后又再次上升了，对冲基金经理依然不能拿到业绩奖励，直到基金恢复到其早先的高水准线。针对这种情况，对冲基金经理的应对策略是清算当前的低水准基金，并发起设立新的基金，新的基金业绩可以从零开始，业绩奖励费用也可以从基金首次升值的时候起算。

这类整体投资结构设计并没有什么价值。但对华尔街来说，这类设计价值不菲，因为它可以为对冲基金经理带来巨额利润。

现在让我们回到道德风险这个概念上来。如果一款对冲基金表现确实优异，那就能吸引数以十亿计的资金，并为其投资经理带来数百万美元的收入。华尔街历史上薪金额度最高的投资经理在一年之内赚了10亿美元！想象一下，问问你自己，一年之内一个人得做出怎样的业绩，才能与10亿美元的报酬相匹配。问问你自己，这10亿美元是从哪里得来的。答案就是，这来自其投资者。而不管是否为投资者带来了回报，他都可以带着10亿美元的报酬潇洒离开，根本不用考虑自己一年的工作价值几何。

这与我此前所说的，以华尔街交易员为例所展示的道德风险完全一致。如果表现不错，那我就能得到巨额报酬；如果表现糟糕，那我就会给你带来损失。这里有什么激励措施，让基金经理去保护客户的利益呢？完全没有，而这就是问题所在。

我不想把客户的资金交由这些人打理。

媒体和市场

金融服务业不仅仅包括仓库和银行，还包括一整套宣传媒介，财经杂志就是其中的一种。这些杂志散布消息，宣称你不需要咨询顾问

的服务，更不需要为之付费。你所要做的就是订阅这些杂志，这样就可以自己掌握投资的技巧。它们唯一的目的就是列出醒目的标题，比如说像“购买这些基金，然后就等着赚钱退休吧”，以便卖出尽可能多的杂志。每份杂志，每个月都会推荐一款新的顶级基金或最优股票，让读者购买，同时夹杂其中的还有一些计划休假、寻找国内最适合居住地之类的杂文。在第1章里我就说过，不要相信那些媒体的预测。《商业周刊》封面文章预测债券的时代终结于一个已被证明的大牛市的开端，这只是媒体运作模式的一个小例子罢了。

客户能看到这种建议，当属这些媒体的荣光，因为作为咨询顾问，是不能做出那种评述的。讽刺的是，与杂志对读者的认知相比，咨询顾问对个人投资者的情况了解更多，但在与客户沟通的过程中却受到严格限制。咨询顾问绝不能预测类似超额收益或者发表类似具有高度承诺性的声明（正如那些遵纪守法的人士的说法）。

这些媒体不断发表一些惹眼而夸张的声明，这要是换作我的话，监管机构就会对我进行处罚了。财经杂志的这种模式会导致投资业绩不佳，因为不断地给出投资建议，持续关注月度最优基金表现，也就是鼓励人们进行主动的买卖操作，这对个人投资者来说，就会导致过于频繁的投资操作。

每一期新的《财富》杂志都会告诉你，要买那些表现最好的基金产品。考虑到这本杂志的价格也就是几美元，他们会告诉你如何赚到无数美元，如果他们的建议真的可行，你认为这些记者还会为杂志码字吗？或者你觉得他们为什么不自己管理资金并赚大钱呢？我曾经花了很多年的时间，研究如何才能跑赢大势，但最终我放弃了，因为这是不可能的，但是，我终究还是不需要每个月出来兜售杂志的。

因此每个月读者都会被鼓励去购买本月的最优基金，也许还需要把上个月的出售掉。投资的真实情况是，当投资者购买并持有分散化的投资组合的时候，才最有可能取得成功，这种说法很无趣，也没有

什么娱乐价值。你不会愿意看到财经杂志每个月这样的封面文章：一月，“购买并持有，财富积累的最佳途径”；二月，“购买并持有多元化的投资组合，仍然是财富积累的最佳途径”；三月，“仍应当持有同样的多元化投资组合”；四月，“多元化的投资组合无须改变”，如此反复。

除了纸质媒体，电台的财经频道也属于该娱乐业的组成部分（主要目标是：获得听众，销售广告），它们每半小时就要为你提供新颖的东西，吸引你去购买或做出反应。当还受雇于GE金融（GE Financial）的时候，我就见识到了这些，当时我会出现在美国全国广播公司（CNBC）的财经频道，为观众提供财务规划分析。那是在20世纪90年代末期，适逢网络公司股价飙升。我并没有谈及网络公司股票或其他股票信息，因为我研究的对象是财务规划。有一段时间电台会给我安排一档节目，大约是每季度一期，但最终传出消息说，美国全国广播公司项目组正在解除与所有财务规划师的合作，因为他们意识到，电台收听率的提高，基本上要靠有人来谈论股票才行。

这反过来就是我所说的金融诱惑（financial pornography），这个词不是我的专利，但是我认为很准确。这些电视节目不断播出有关股票的诱惑信息，吸引观众的眼球。他们的目标是为了制造话题，让大家围观一群专家学者讨论股票，这也有利于他们的广告推销。其中的潜台词是什么？如果听从这些建议，你就能迅速致富。这已经不是投资了，这也许离购买福利彩票相去不远了。

网络传播是金融服务行业的另一个渠道。你可能会说，网络是独立的，但更准确的说法是，网络给世界上每个疯子都发了一个肥皂盒，却没有设置任何过滤机制，每个人都可以也正在就任何话题肆意而谈。你或者任何人都可以谈论任何事情，听众需要自己过滤信息。

类似媒体宣传这种疯狂的例子数不胜数。通常我需要花大篇幅对此进行说明，并举出例子，但我认为，如今大多数人都已经看清了这

些伎俩。吉姆·克拉姆（Jim Cramer）本身就是一个很好的例子，作为最热的财经评论员，我们最好把他看作是娱乐专家而不是投资顾问。克拉姆之所以出名，是因为2008年3月，就在贝尔斯登倒闭的前一天，他仍在向电视观众保证说该公司没有问题。我们可以通过网络查看其冗长的选股分析，其业绩表现的好坏与其他任何一位媒体人并没有什么区别。但是要注意，他在2008年10月到12月之间给出了800条建议。这简直太搞笑了。在3个月的时间里，面对800条投资建议，投资者能从中收益几何呢？这些建议本身的价值，并不比我们随机选股要好到哪里去。

积极管理纯属徒劳

面对2008年华尔街金融神话的破灭，积极管理纯属徒劳的这一论断，你还需要哪些进一步的证据呢？如果那些华尔街领袖真的无比精明，那你认为他们为什么不能做得更好，却任由2008年年底的时候，那些老牌华尔街企业纷纷倒闭呢？

回顾一下自己的经历。从长期来看，你的共同基金或者投资经理取得成功了吗？你有多少次买了大公司的股票然后出现投资损失？我确信，正如我一样，你也有很多次对那些不及水准甚至是灾难性的投资业绩失望不已。你买入了大量的共同基金，有10年的投资业绩可以参考，但在你购买的那一年，给那些投资经理提供了挥霍的机会。正如我此前想的一样，也许你也认为，问题在于你从未找到合适的“真正的聪明人”，为你带来自己所需要的投资回报。我们也将在本书的其他章节里指出，主动型投资经理的投资业绩是毫无意义的。而这却被媒体、大多数财经杂志和评级服务机构拿过来，视为对每一位投资经理未来成功与否的关键衡量指标。

对于试图找到合适的“真正的聪明人”这一难题，这里的回答是：积极的投资管理纯属徒劳。

我将参考使用一系列学术研究成果，并提供有关积极投资管理的成本信息，在你个人经验判断的基础上，进一步增强这种观点的说服力。首先我想澄清积极投资管理这个概念。积极投资管理是基于选股和择时的一种投资方法。主动型的投资经理根据判断、市场观点、调查研究和股票分析做出股票购买决策。被动型管理则属于购买并持有的投资策略，通过广泛的资产大类投资，承担市场的平均风险，赢得持续的市场回报。研究结果、个人判断或市场观点的不同，并不会把一只特定股票囊括进来或排除在外。

在我向你展示数据证据之前，也许你可以先从自己以往的经验中找找证据。你是否曾经委托货币基金经理进行投资，不管是共同基金还是独立账户，抑或定期经纪账户，然后就看着自己的投资业绩多年连续超过某种衡量基准?

表4.1表明，在过去15年间，报告所观察到的平均的共同基金业绩表现大约比最重要的市场指数分别落后85和83个基点，几乎达到了一个百分点。与相关指数比较，大多数基金投资并没有取得超额收益。

表4.1 1994~2008年美国大盘收益，指数与共同基金对比

业绩指标	年复合收益率（%）
标准普尔 500 指数	6. 46
美国店头市场指数 1-10（CRSP 1-10 index）	6. 44
晨星公司报告所展示的共同基金平均表现	5. 61

资料来源：空间基金管理公司（Dimensional Fund Advisors）

表4.2列示了没有超过业绩基准的主动型基金的比例。

表4.2 市场各周期中，没有超过业绩基准的主动型基金的比例

基金种类	业绩指标	2004~2008 年没有超过业绩基准的主动型基金的比例（%）	1999~2003 年没有超过业绩基准的主动型基金的比例（%）
全部国内基金	标准普尔 1500 综合指数	66.2	50.8
全部大盘基金	标准普尔 500 指数	71.9	53.4
全部中盘基金	标准普尔中盘 400 指数	79.1	91.4
全部小盘基金	标准普尔小盘 600 指数	85.5	69.4

资料来源：标准普尔公司

对照共同基金所使用的各类比较基准，标准普尔公司对共同基金的业绩表现进行了分析。其分析涵盖了各类共同基金，而不仅限于大盘基金，但可惜的是，分析期限仅有5年。由于一些人认为，与市场行情上升的时候相比，在熊市环境下主动型基金经理更有价值，因此，对于上次熊市期间，到底有多大比例的共同基金业绩表现没有达到基准水平，标准普尔公司也进行了分析。

这样你就明白表4.2想表达的意思了，与用作参照的市场基准相比，有50%～85%的共同基金没有取得更高的收益。对美国之外的权益型基金，标准普尔公司的这个分析结果也同样适用。

对于那些业绩表现超越基准的基金产品，其投资经理得到了数百万美元的管理费用，但他们依然没有为你们这些投资者提供持续的市场回报。正如我们随后将要讨论的，你如果购买一款指数基金，那结果要好得多。因此你可能会问，为什么不买一些在过去15年间表现一直不错的基金产品呢？因为历史记录毫无价值！没有任何统计证据表明，过去1年、5年、10年或者15年的胜者，在未来依然会长盛不衰。这也就是基金发售说明书为什么要用粗体字写着，“过去的业绩并不能保证未来的表现”。问题在于，众多的咨询顾问和投资者都拒绝相信这一点。

我们都在寻找下一位沃伦·巴菲特（Warren Buffett，请注意世界上只有一位沃伦·巴菲特，仅有少数几位卓越的投资者）。当然，有些人在一段期间内能够取得不俗的业绩，但每个人都有失败的时候，正如华尔街一样。

你看过传奇人物比尔·米勒（Bill Miller）在2008年的投资报告吗？1991～2005年的每一年度，比尔·米勒的莱格曼森价值信托基金（Legg Mason Value Trust）都取得了超越市场（以及标准普尔500指数）的业绩，这是其他任何一位投资经理不曾做到的。根据晨星公司的研究报告，由于2008年买入了美联银行、美国国际集团、贝尔斯登和房地美等公司的股票，他管理的基金在2008年损失了58%，这导致其基金成为过去1年、3年、5年甚至10年里表现最为糟糕的同类基金。每个人都可能有坏收成，是吧？当然我并非是故意对比尔·米勒挑刺。我想说的是，要想一直超越市场是不可能的。投资于比尔·米勒基金的那些投资人，过去的业绩一直优于市场整体，但现在他们表现不好。此外，《福布斯》（*Forbes*）杂志计算的结果是，投资者向米勒及其管理团队支付了20亿美元，他们却挥霍了投资人的财富。

长期来看，投资者希望取得的最好表现就是市场平均投资收益率。如果选择了一位主动型的投资经理，那投资者所能指望实现的最优业绩，就是市场平均收益率减去向这些投资经理支付的管理费用。

我们希望这些投资经理（意思是不止一个）就在身边，但除非他们已经管理资金超过一定时间，我们不知道他们具体是谁。因此我们花时间，徒劳无功地搜寻下一位“真正的聪明人”，我们花了许多钱用于支付各种费用和佣金，但投资业绩却很差，这让我们都很沮丧。

展示这类有关共同基金的对比数据，只是我用来证明主动型投资管理无效的有利的证据之一，但这并非是你看到这类信息的唯一途径。多年来，我一直向客户展示这类数据，也一直在利用这些更新后的数据和基本事实证明上述论断无可置疑。我这样讲的意思是，每年

我都会更新数据，而尽管数据发生了变化，真实情况却从未改变，积极的投资管理徒劳无功。

在20世纪90年代中期，当我开始意识到主动型投资经理注定会失败的时候，这在学术界早已经不是什么秘密，当时有很多研究表明，主动管理要想取得持续超越市场的业绩表现，基本上是不可能完成的任务，但我也要说，我自己并不需要借助学术研究的帮助，因为多年来的经验已经证明了这一点。对于资金管理及其费用和成本的真实情况，学术界早已经耳熟能详。

在第5章，我会讲述一个案例，看一下学术界是如何利用现代投资组合理论的。尤金·法玛（Gene Fama）是其中的重要人物之一，他依据1969年麦克·詹森（Michael Jensen）所做的研究，对1955～1964年的115只共同基金业绩进行了分析。分析结果表明，与分散投资于具有类似风险的普通股相比，持有共同基金10年的投资者，其投资的价值要低15个百分点。按照詹森的研究结果，在115只基金中，只有26只的表现优于市场平均水平。

1975年，查尔斯·埃利斯（Charles Ellis）出版了现代金融学的奠基之作——《赢得输家的游戏》（*The Loser's Game*）。在书中，他写道，“投资管理行业（这应当属于一种职业，但事实却不是）是基于一个简单而基本的认定：专业资金经理可以超越市场。这一假定看起来是错的。”他随后进一步对资金管理的成本结构进行了分析，这种分析在今天看来依旧适用，他认为，投资经理的费用和交易成本大约是每年200个基点。

2006年《财经规划》（*Journal of Financial Planning*）期刊上刊登的一篇研究报告提到：

> 在研究期间，大多数主动型大盘和中盘共同基金的表现，都不如其各自的被动投资策略基金。尽管在每个调查期间，都存在业绩

超越被动投资策略的共同基金，但很少有基金可以持续保持这种状况。

法玛和弗兰奇（French）共同对投资的运气和技巧展开研究。下面是他们的研究结论：

> 美国股权共同基金的总体投资情况与金融市场较为接近，但主动型投资管理的结果对投资者来说体现为较低的投资收益水平。引导模拟并没有体现出任何证据，也没有表明任何一位投资经理具备足够的投资技巧，可以取得能够覆盖其从投资者那里收取的管理成本的投资收益……我们无法拒绝下述假设，即没有哪一位投资经理具备提高预期投资收益的相关技巧。

下面是零阿尔法集团（ZAG）得出的结论：

> 尽管投资者向经纪人支付费用，希望能够得到帮助，但与那些投资于零费用基金的投资者相比，投资于费用较高的共同基金的投资者最终在市场择时方面的表现差距很大，且基金报告收益不佳者比零费用基金投资者多3倍。

我可以继续举出无数的例子，但还是先说几个结论性的思考吧：2008年是股票市场自1931年以来表现最差的一年。你可能会想，难道全部的华尔街天才、整个研究部门、强大的电脑硬件和分析资料没有降低投资者的损失程度吗？显然没有。《福布斯》报告称："根据晨星公司的调查，主动型股票基金平均损失为40.5%，而跟踪市场的先锋标准普尔500指数基金损失37%。"此外，如果把视野期限进一步拉长，"根据标准普尔的报告，过去5年以来直至2008年7月，主动型管理的基金中，69%购买大公司股票的基金、76%购买中型公司的基金以及79%购买小公司的基金，投资业绩都不如指数表现"。

市场择时

看到这些之后也许你认为，尽管主动型投资管理本身没什么用，但至少你或者你所托付的某些专业人士，可以找准入市、出市的节点？2008年下半年的时候，也许你希望手持现金，但当市场开始起势的时候，你还是会杀入股票市场。

部分个人投资者可能认为，他们可以踏准市场节拍，即市场价格低的时候买入，高的时候卖出。即使没有机构投资者可以做到这一点，这些个人投资者仍然认为自己是可以的。现实情况却恰恰相反。有时他们认为，做出的预测或建议能同时被数以百万计的听众知悉的市场评论员可以指引自己的行动方向。你可以想象一下，被数百万人听从的建议，那第二天将会出现什么情况。如果你还记得我在第2章里讲的故事，即20世纪80年代，当时投资还没有像现在这么火热，我曾经试图雇用一些市场预测者，他们拥有各种各样的黑箱子（五花八门），但最终他们都悲惨地失败了。噢，当他们向你展示过去的各种假定条件，并提出买入或卖出的节点建议时，一切看起来都不错，但不管怎样，这些建议却从没有带来过预期的回报。

从另外的角度来看，波段操作完全是一种误解，因为大多数时间市场都没有什么大的波动，除了某一天市场可能大幅动荡。如果市场动荡毫无由头地出现，并在一天之内发生了，那也就意味着你根本没法等着市场启动的时候，来抓住市场向上的走势，正如表4.3所示，大多数重大的市场波动都是在一天之内启动并发生的。

表4.3 波段操作与持续投资的情况对比

	整个期间	错过 1 个最好的投资日	错过 2 个最好的投资日	错过 15 个最好的投资日	错过 25 个最好的投资日	一个月国债收益
投资期末总额度（美元）	34 310	30 749	22 402	13 365	8 593	9 167
年复合收益率（%）	9.49	9.18	8.30	6.87	5.67	5.85
低于持续投资的比例（%）	—	10.4	34.7	61.0	75.0	73.3

注：本表采用了39年的每日数据，计算出如果没有各个表现最好的投资日，对投资业绩将会产生怎样的影响。
资料来源：根据空间基金管理公司利用1970年1月到2008年12月31日的数据计算出来的投资业绩表现源于布隆伯格新闻公司（Bloomberg）；标准普尔数据源于标准普尔指数服务集团（Standard & Poor's Index Service Group）；税收计划数据源于芝加哥大学证券价格研究中心（Center for Research in Security Prices, University of Chicago）

杰森·茨威格（Jason Zweig）于2009年1月更新了《华尔街日报》中《做一位智慧投资者》*The Intelligent Investor*）专栏的相关数据。他引用了1900~2008年的相关研究成果（时间跨度达109年之久），表明如果你：

> ……把整个期间最好的10天去掉，那过去109年间道琼斯指数2/3的累计收益都会消失。反之，如果忽略市场最差的10天，那你的收益将是道琼斯指数的3倍……造成这种差别的关键时刻，就是29 694天中的区区20天。

哇，要成为成功的投资者，你所要做的全部工作就是挑出那0.07%的日子进行投资。也就是说，每4年你需要挑出一天进行市场操作。取得这种成绩并不需要在投资时无所不知，而完全是运气使然。表4.3想要表达的真实意图很清楚：长期来看，要保持投资仓位，因为不管过去还是现在，你都不能预测出哪一天是最重要的投资日。

你还可以从另外的角度来看待这个问题。在网络泡沫期间，也有人认识到市场存在泡沫，或者有人认为这种状态不可能一直持续下去。但这些人认为，他们都很聪明，可以一直在市场上获利，也可以直到需要斩仓的那天才出来。能做到这一点的人，你认识吗?

第5章
投资和风险管理的学术发展

截至目前，在本书的大部分章节中，我一直在讨论那些不可行的投资策略。现在终于轮到描述那些我自己深信不疑并且确实可行的投资策略了。在本章中，我希望说清楚自己为什么坚信这些投资策略。本章篇幅将会很长，我希望读者可以拿出时间来理解这些重要的概念。通过介绍一些最初提出这些概念的个人事例，我希望能把这些复杂的概念解释清楚，使读者更容易理解。对于跟我现在所使用、所认同的投资风格关系最为密切的那些人物和概念，我进行了着重强调。这些理论的演进需要许多人的共同努力，其中很多人都属于配角。我在选取论述对象的时候颇费了一番心思，因为所有的故事都很有趣。对于那些对故事的完整内容感兴趣的读者，我强烈推荐彼得·伯恩斯坦（Peter L·Bernstein）的书：《投资革命：源自象牙塔的华尔街理论》（*Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*）（纽约自由出版社，1992年）。

故事背景

我已经多次说过，整个金融服务业一直以来的观点是，不管是股票和共同基金，还是结构性产品和对冲基金（这是最新的产品，争议也最大，因为该产品从投资者那里收取的费用最高），都要从中选出优胜者。正如在第1章和第2章里所说的，我的咨询风格一直没变，服务理念也保持一致，那就是要找到真正的聪明人，帮助客户取得优异的投资业绩。华尔街和大型金融服务公司近年来一直不停地宣传，让

我们投资于优胜者，从他们那里购买或者了解（目的主要是为了购买）产品。这些行业机构不仅包括那些著名的华尔街投行，他们近期可是运势不佳，还包括折扣经纪商、大型共同基金指数产品、各类资产管理经理以及由杂志和出版商组成的各类财经媒体等。

还有一群人，尽管在华尔街工作，但与投资银行或投行销售员相比，他们对市场的研究要客观得多。当无意中加入空间基金管理公司之后，我自己最终也投身到这个圈子。这其实就是我的起床号。

尽管大多数人都没听过，但学术研究依然在如火如荼地开展。要找出这些研究成果并不难，其研究成果也在机构投资中得到了广泛应用。但还有很多人，即使终生就职于金融服务业，却从来没有接触过这些研究成果。这些研究并不简单，并不像“找我们进行投资，我们会让你收获不菲”这样的口号一样通俗易懂。这些研究成果略显晦涩，部分原因在于，它与华尔街的既得利益者存在冲突。一旦掌握了这些学术理论，你就会停止向华尔街支付高昂的佣金费用，而是会采用更低成本、更加被动、更加多元的投资风格，与那些投资中介的建议相比，这不仅适合你的投资，也最符合你的个人利益。此外，面对2008年危机以来市场动荡对整体经济持续不断的冲击，这些原则会拓宽你的投资视野。

这一投资理论源于以芝加哥大学为核心的学术圈，历经80多年的投资实践检验，而不是根据去年或者过去几个投资周期的简单汇总，后者可能是一位投资经理所能接触到的最长投资周期。这种投资理论的产生，并不是由现代投资产品经理、交易员或者电信经纪行提出的，他们的目的仅仅是为了让你多找他们开展业务。尽管相关的许多学术人员已经开始为那些金融企业工作或者提供咨询服务，但这都是在孕育该投资理论的相关研究结束之后发生的。

证券价格研究中心 证券价格研究中心（CRSP）是位于芝加哥大学布斯商学院的一个研究组织，自20世纪60年代早期，该研究中心就是金融和经济研究行业学术研究的重要组成部分。借助CRSP的股票投资、指数、共同基金、国债和REITs市场数据，专家学者的研究成果和出版作品必须经得起严格的精度分析。市场上的量化分析专家也要借助CRSP的深度历史数据和无与伦比的资料水准来进行历史测试和建模计算。CRSP最初开发的数据数列有一个特点，使其很快得到了各方认同：该数据源于1926年。每次你看到从1926年或者1927年开始的数据序列时，很可能该数据就源于CRSP以及开发和设计该数据的相关学者和研究人员。

马科维茨引入了风险的概念

1950年某天的一个下午，在芝加哥大学的图书馆里，在为自己的博士论文查找指定资料的时候，哈利·马科维茨提出了现代投资组合理论。该理论的核心观点是，对一项投资我们要同时考虑其风险和收益。我知道现在大家对此都感到很诧异，但这个概念深刻地影响了我们对投资的认识。彼得·伯恩斯坦称之为“现代金融和投资历史上最为著名的真知灼见”。

马科维茨的观点最初于1952年3月发表在《金融》（*Journal of Finance*）杂志的一篇14页的论文中，当时他还是芝加哥大学的一名研究生，随后他在自己的博士论文中对此进行了进一步阐述。正如他随后所说：“每个人都知道，不应该把鸡蛋放在同一个篮子里。当时，人们之所以进行多元化投资，很显然是因为他们对分散风险和获取收益同样重视。”

往前追溯几年，马科维茨的高中成绩一般，无法获得芝加哥大学的入学资格，但他被允许参加入学考试，考试成绩十分优秀，让他获得了免修物理学课程的资格，因为他的学识已经与老师将要讲授的内容没有什么差别！也就是说，他显然是个奇才。他同时修完了本科和研究生的经济学课程。

我们一般人通常满足于命运的安排，认为事情的发展由因到果都是笔直的一条线。你可能认为，哈利·马科维茨进入到芝加哥大学之后，到他发表具有革命性意义的博士论文之前，这中间也是一片坦途。但实际上，他选择这个论文题目纯属偶然。有一天，正当马科维茨等着见自己的咨询顾问时，另外一个人正好路过，他是一位股票交易员，建议马科维茨针对股票市场写一篇论文。我们从马科维茨随后的一篇传记中可以看出，这是马科维茨从股票交易员那里得到的最好的一个建议。

就在图书馆的那个著名的午后，马科维茨认为，人们之所以进行多元化投资，是因为希望在获得收益的同时尽可能地降低风险。这里有两个因素，因此他就按照两个坐标轴画了一幅图，其中一个坐标轴代表风险，另外一个坐标轴代表收益，他想到了有效边界的概念，这是一条呈现各个不同水平的风险和收益对应关系的曲线。如其所述，利用标准差或者方差作为风险衡量手段的概念，从他的脑子里蹦了出来，因为他知道，这种方法在统计学中的应用十分普遍。他脑子里最后一个想法，就是投资组合的风险要取决于各投资的方差，也就是一种债券的特征与市场上其他债券的相似度。他画了一条有效边界曲线，用来代表投资者所面对的风险收益组合。如果你对有效边界不太熟悉，本章随后还会对这个概念进行展开叙述。我随后会展现由马科维茨绘制的这条简单曲线的复杂版本，呈现他如何把标准差（风险）定在Y轴变量，而把收益定在X轴变量。这幅图最重要的一个特点，就是展现了风险和收益的密切关系。

同时关注风险和收益，这对我们来说再浅显不过了。但在1952年，这是一个全新的概念，也是马科维茨的核心观点。1990年他因此赢得了诺贝尔奖。

定义风险 要想撇开风险来谈论投资收益是不现实的。比如说，有很多投资者愿意接受国库券或者银行存单的最低利率回报，因为这类资产的投资风险几乎为零，而全世界有众多投资者认为，做出一项投资决策，市场风险为零是最重要的特征。

现在我们需要重温一下第1章里所涉及的几个概念。为了管理风险，你需要做好对风险的度量。围绕风险度量这个话题进行完整的阐述，这已经超出了本书的范围。我们将再次简单地认为，波动性是最常见的风险衡量指标，也就是证券价格上升、下降的频率以及波动的幅度，我们可以用标准差来表示，这是一个统计术语，可以作为衡量波动性的一个很好的测量指标。

标准差作为一个相对的度量指标，测量的是在指定的一段期间内，实际表现与市场平均水平的偏离程度。一只证券的实际收益与平均收益（或预期收益）的差异越大，那标准差就越高。标准差越高，波动性越大，那么市场风险就越高。

当时，金融学被视为经济学的一个分支而不是独立的学科。因此马科维茨的研究生学位是经济学，他是作为经济系的学生完成的博士论文。当进行论文答辩的时候，答辩委员会的成员之一是米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman），作为诺贝尔奖得主的他极富影响力，被视为芝加哥经济学院的领袖。马科维茨讲述了这样一个故事：

> 弗里德曼说："好吧，哈利，我已经看过了。我在论文里没有发现数学问题，但这并不是一篇经济学论文，我们没法授予你经济学博士学位。"在接下来的一个半小时，他不停地重复这个话题。

我的手心开始冒汗。最终他还是说道：“论文内容不是经济学的，也不是数学的，也不是企业管理的。”雅各布·马夏科（Jacob Marshak）教授说：“论文甚至也不是文学的。”因此就在这种论调重复了一个半小时之后，我走出了答辩厅。

历史证明，马科维茨最终还是获得了博士学位。就在马科维茨离开答辩厅5分钟之后，他的顾问教授马夏科走出来，并向马科维茨博士表示祝贺。

我认为，这就是先行者会遇到的情景。

现代投资组合理论

马科维茨关于收益与风险的重要关系、整体投资分散化的重要性等观点，如今对我们来说似乎是显而易见的，因为这些理念已经深刻地嵌入了我们对金融和经济的思考中。但在马科维茨之前，这种观念却并不存在。

马科维茨的各种观念统称为现代投资组合理论，尽管我认为，应当称其为“经过验证的投资管理实践”。现代投资组合理论这个词汇说的是，多元化投资从长期来看不仅能够降低风险，还能够提高收益。马科维茨声称，对投资进行适当的多样化处理，并不是说要把多少只股票纳入投资组合中，而是要处理好各只股票之间的相互关系。当把一只股票加入投资组合的时候，你会评价新纳入的这只股票会对整个投资组合的风险特征产生怎样的影响，评价这只股票本身的风险其实并不重要。即使纳入一只自身风险很高的股票，当能够使投资组合更加完善时，这只股票也会降低整个投资组合的风险水平。

协方差就如同引擎一般

根据外部环境、市场动态或者其他影响个别公司的因素发生变动，各类股票的价值也会发生改变。在理想的情况下，投资组合中的各类股票会彼此映衬，当一只股票价值下降时，另外的股票价值就会提升。这种均化效应会降低投资组合的波动性，带来更加持续和可预测的投资回报，同时降低整体投资价值下降的风险。因此与单一的投资组合相比，这类投资的风险调整报酬率（risk-adjusted return）（也就是根据所承担风险水平调整之后的收益额度）会更高。在某些情况下，根据资产种类的不同，与那些单一的、分散程度不高或者过度集中的投资组合相比，这类投资的实际收益水平（而不仅仅是风险调整报酬水平）可能更高。我还会在第6章里以部分实际的投资组合为例，对此进行详细阐释。

对此有一个最简单的类比举例，对像我一样爱车的读者来说，可以想象一下八缸发动机。每个汽缸都是一个独立的资产大类。发动机运转过程中的任意时刻，有一半的汽缸向下运动，还有一半向上运动。这会驱动汽车运行，同时也会推动投资组合取得合理回报。如果只有活塞向上运动，那你就哪里也去不成。如果所有的汽缸同时向上或者向下运动，那引擎将会怎样？它会瘫痪。这同样也适用于投资组合。

如果所有资产类别都同时同向变动，那会发生什么情况呢？那必定是下列两种情形之一：我们都面对着一个大牛市，每种股票价格都在上涨，你也很开心。如果所有的资产类别都在下行，那就是一个大熊市，每个人都不高兴。但不管面对哪种情况，你都需要重新审视自己的资产配置策略，因为这种情况的出现，就表示你没有适当地分散投资。在所有资产同时迅速上涨的情况下，你需要为近期可能会出现的市场大跌做好准备。为了取得积极进展，全部的活塞引擎，全部的资产类别，都应当按照适当的顺序不间断地上下运动。有时某些资产应当持续下行，尽管我们当然是希望所有的投资只会单向上行。

你也许认为，购买20种不同的股票就可以自动让你实现投资多元化，但如果这些股票同属能源股，或者其他同一个类别，不管属于哪一个类别，你的投资都没有实现多元化。整体投资组合的风险程度取决于各类投资的协方差，也就是它们彼此之间的关联程度，而不是取决于各资产单独评估的平均风险。你应当持有不同种类的股票。但马科维茨的核心观点认为，不管持有多少种股票，你都无法通过分散化投资把资产的风险降为零。你也不应当想把风险降为零，因为投资组合的收益是与其风险相匹配的。

比如，假定你现在拥有的投资组合主要是由波澜不惊的美国大型蓝筹股构成。一般人们不会把这项组合视为风险特别高的投资组合（尽管2008年之后我们对各类风险的看法有所变化）。然后假定你希望购买一些新兴市场的股票，以及一些由印度、阿根廷和波兰的公司发行的债券。这些投资听起来风险很高。但把这些资产加到你的投资组合中，实际上可以降低整体风险，因为它们的市场业绩与你的那些大型公司蓝筹股的表现差异很大，也就是说，它们与你的大型蓝筹股的协方差很小。把这种风险很高的股票纳入投资组合，会使你的投资组合整体风险下降。

你的股票投资不仅需要多元化，类别也应适当。下面是马科维茨1952年论文的原话：

> 为了使方差变小，仅仅投资于多只股票是不够的，有必要避免投资于那些相互之间协方差较高的股票。我们应当在各行业之间进行分散化投资，因为与同一行业的公司相比，不同行业的公司，尤其是那些经济特征不同的行业内公司的协方差更低……与不同行业的公司相比，同行业的公司同时表现较差的可能性通常更大。

马科维茨自己也说，他并不知道自己的理论什么时候赢得了现代投资组合理论的称谓，但人们所说的旧的投资组合理论，也就是马科

维茨之前的投资理念，基本都无一例外地只注重投资收益。在投资组合内部进行分析，研究如何选择股票以便取得最高回报，这在此前是人们所未涉及的。即使是约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes），作为备受争议的20世纪最伟大的经济学家，也认为特定情况下的集中投资是有一定道理的。

理解现代投资组合理论最困难的问题之一，就在于首先要接受这样的观念，即当该投资策略有效运作的时候，部分投资是持续走低的，也就是不断亏损的。这个观念的另外一面，是认为总是有部分资产持续上涨。这一整套投资组合有效运作的原理，就是通过不同的资产类别对各种经济和市场动态做出不同的反应来实现的。如果你能克服这种观念上的障碍，冷静看待部分投资组合持续走低的事实，那你就具有组建一个可持续投资组合的能力了。

图5.1是在我们有两类完全负相关的资产的情况下，对该原理的一个简要说明，两类资产完全负相关，也就意味着它们对市场动态的反应完全相反。（完全负相关可以用-1来表示）。尽管这两类理想的资产长期来看都呈现上行态势，每一类资产长期来看都能带来合理的回报率，但短期看来，一类资产将获益，而另一类资产将会出现损失，二者共同作用形成整体平均上行的曲线。最终的结果是，波动或风险更低，资产组合上行路径更加平滑。你希望选择的，就是能提供这种情况的多元化投资组合。

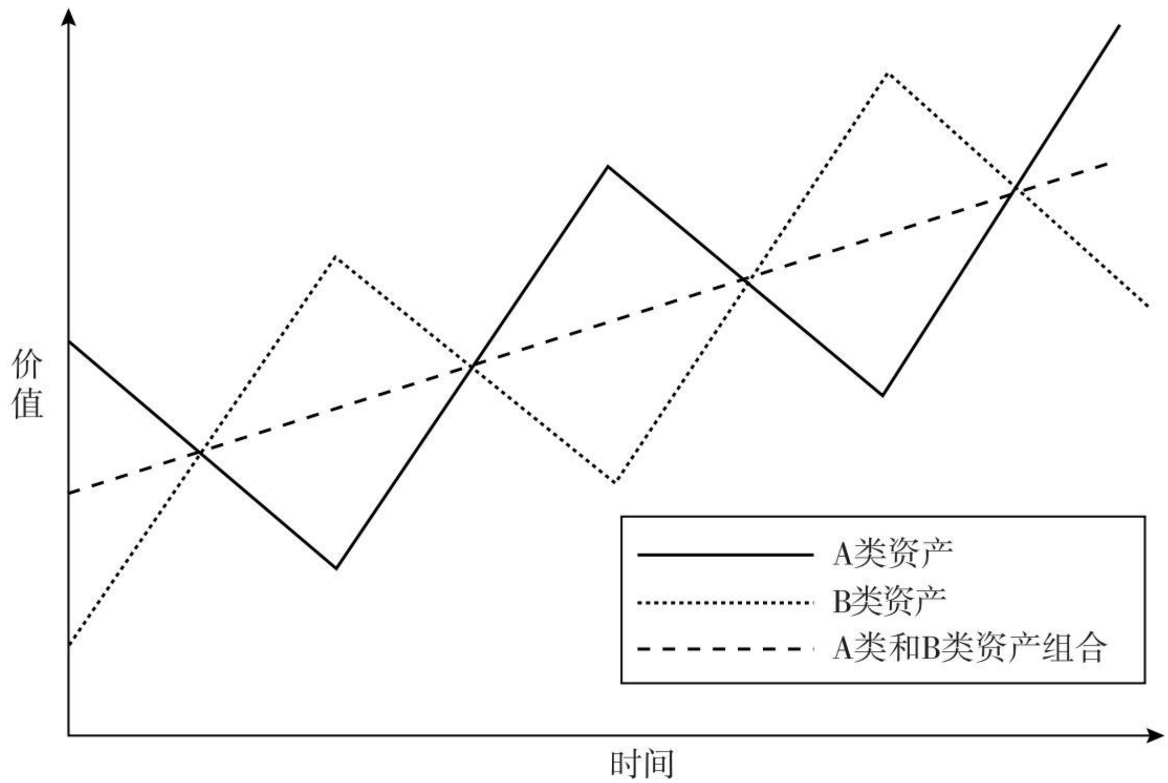


图5.1 完全负相关资产组合的市场动态

资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司

在投资生涯中，如果曾经有一段时间，你发现全部的投资产品都同步移动，那你的投资就会亮起红灯，因为这意味着，你的投资组合并没有真正多元化，尽管在市场上行期间，没有人会对此提出疑问。多元化程度不足，会导致投资波动性过高，同时长期来看也会导致较低的收益水平，更不用说这会对你的“汽车里程数”造成的影响了。

构建最优的投资组合

上述论文出版之后，哈利·马科维茨又出版了一本名为《组合投资选择：投资有效多元化》（*Portfolio Selection:Efficient Diversification of Investments*）的新书。他举了一个例子，纳入了10种债券，包括9只风险股票和现金资产。他本希望可以观察25只证券，却因为没有所需的计算设备而无可奈何，就20世纪50年代而言，当时还属于科技发展的

几个生命周期之前。即使有这个想法，马科维茨也不可能利用资产类别的概念进行研究，因为当时还没有计算资产类别的方法。因此我向前跳跃了很多年，一直跳到了可以从资产类别而不是单独股票的角度对上述理论进行研究的时候。

尽管这些概念说起来很简单，就是不要把鸡蛋放在同一个篮子里，但具体的策略执行却并不容易。首先，你需要制订分散化投资方案，我们可以称其为资产配置策略。随后，你需要制定各类资产的投资方法。最后，你还需要找到一些与其他资产类别负相关的资产。正如同发动机里面的引擎一样，你需要部分引擎向上移动的同时，部分引擎向下移动，双方共同作用，推动目标持续向前。要计算这些投资之间的相关性，需要数理统计分析方法，而分析所涵盖的期间越长，我们对这种理论准确性的信心就越充分。

那你如何才能投资于特定的资产类别呢？回忆一下我在第2章中所说的经历，当时我曾利用共同基金来作为资产类别的替代物。我们可以购买一定数量的共同基金，希望其可以带来特定类别资产的回报收益，但往往发现，共同基金经理极度不负责任，对于能够提高基金业绩的各类资产，他们都会购买。当一名新的投资经理决定转换基金风格的时候，投资风格漂移这种典型的情况就会发生。

要记住，这类投资风格漂移的出现是一个大问题，对我们希望为客户努力搭建和带来多元化的投资组合十分不利。在股灾出现之前，这些情况不会出现在你的视野里，你可能根本不会注意。20世纪90年代末期，每个人都想持有科技股，投资者可能购买了5种不同的基金，却没有意识到，这些基金的95%都投资于同一种股票（全部5种基金很有可能都投资于像通用电气、微软和IBM这样的股票）！当投资者希望通过自身努力实现投资多元化，却没有仔细阅读那一大摞投资说明书的时候，就可能出现这种最常见也是最糟糕的情形。

为了构建起投资组合，把那些真正互补从而包含不同风险因素的资产类别包括在内，我们可以使用资产相关表格，利用当前的计算机技术和83年的证券观察经验，构建资产相关表格并不困难。相关表格把每种资产类别的业绩表现与其他类别资产进行比较，从而分析出一种资产类别的价格变动将在多大程度上影响其他资产类别。

我们利用数据分析构建相关表格，从而可以做出各种相关分析，比如说美国小型公司股票表现与两年期全球债券表现的相似度有多高（答案是：并不十分相关，相关系数是-0.14）。完全相关系数是1.0；高度相关系数是0.8或0.9，意思是两种资产类别的市场波动情况十分类似。完全负相关的情形，如图5.1所示，相关系数为-1.0。如果相关系数为0，那两种债券之间的关系就是随机的。

马科维茨及有效边界

有效边界是指这样的一系列投资（对我们来说，是资产投资组合），该投资能在给定的风险水平上提供最高的预期回报，或者在给定的预期回报水平上维持最低的风险水平。如果我们的投资或资产组合没有位于有效边界上，那我们就可以在现有的风险水平上获得更高的回报，或者在更低的风险程度下获得当前的收益。

马科维茨的远见卓识之一就是他认同下列概念，即个人投资者的风险偏好是不同的，这也就是有效边界体现了各种不同的风险而不是只存在一种有效投资组合的原因所在。对于适合自己的风险情况，每位投资者都有不同的观点。想象一下，一位退休者认为可以接受的市场风险水平，再比较一下一位刚走出校园开始创业的年轻学生可以承担的风险水平。投资者对风险和收益的敏感度也被称为效用函数。对一名理性的投资者来说，他只会持有位于有效边界上的投资组合。

图5.2展示了如今我们如何才能绘制一条真正的投资有效边界。这比马科维茨所绘制的图案要复杂得多，而且因为计算能力的限制，当

时他也不可能计算出这样的结果。要利用这种投资有效边界构建出一种投资组合，需要我们对每种可能的证券或资产组合情况进行分析，以便找到它们最有效的组合方式。我们要估计资产组合中每类资产的预期收益情况，还要知道各类资产的协方差。投资的有效边界是曲线而不是直线，因为协方差公式为二次方程，它利用了数学平方的原理。

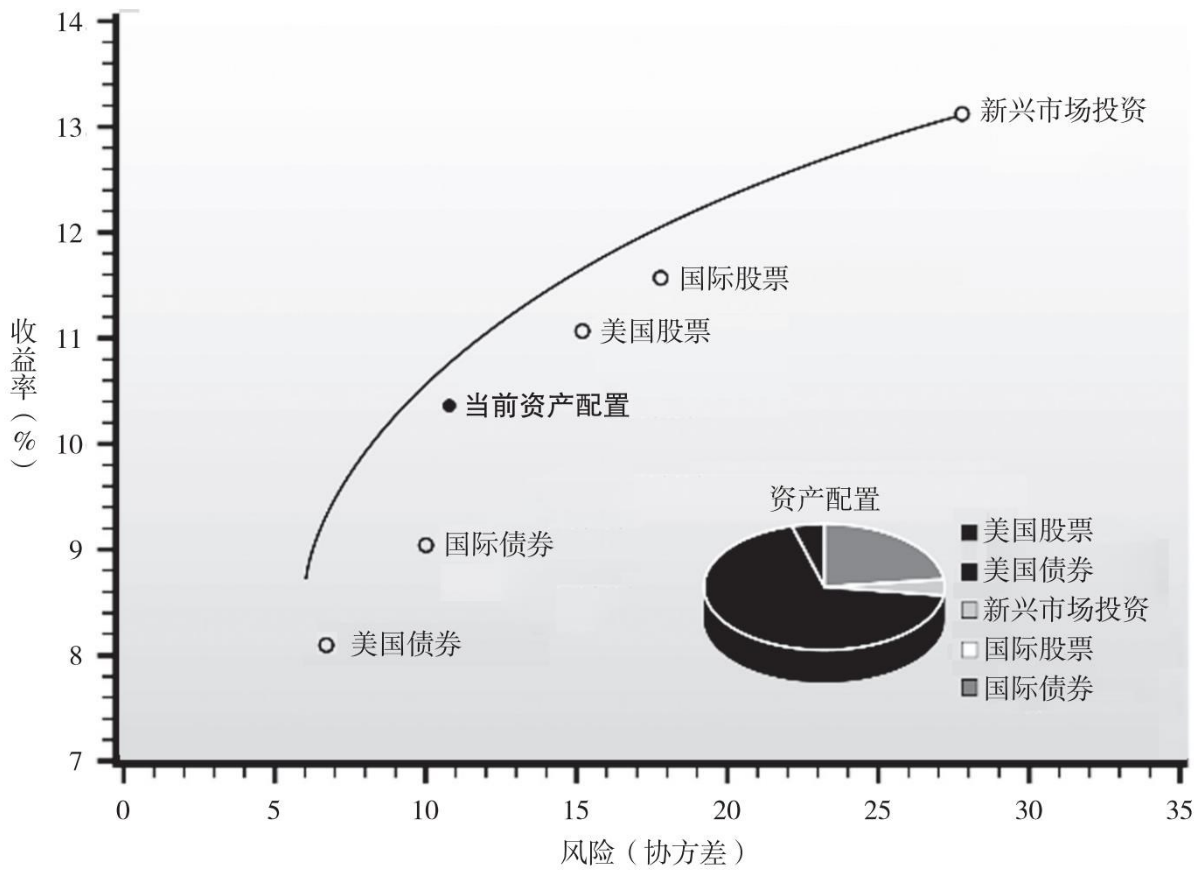


图5.2 投资有效边界示意图

资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司

计算该最优投资组合的过程，也被称为均值方差优化，意思是根据我们个人对风险的偏好，找到位于有效边界上的投资组合。均值的意思是投资组合的长期预期收益，也意味着投资收益总是会回到均值水平，也就是数据的中心位置。方差是衡量风险的统计用语，含义与标准差相同。这也是该模型的作用得到最充分发挥的领域，一如我自己在塔拉证券的实践认知。

为得到最优投资组合，我们需要知道每类资产的预期收益，收益之间的标准差，以及各类资产的相关系数。标准差可以通过历史数据求得，相关系数（或协方差）也可以计算得出，而鉴于预期收益是对未来的预期，这一数据应当如何得到呢？当最初为最优投资组合而努力的时候，这就是我曾经面对的一个问题，我在第2章已经说过这些，而到目前为止这个问题依然存在。我是否应当采用过去80年的平均收益水平？这就是纯粹优化投资所面临的两难。对于每类资产，我们应当设置什么样的预期收益水平呢？

我们的思路是，利用指数进行优化，然后选择最好的基金作为各类资产的代表。如果选用主动型基金来代表各类资产，那就会出现风格漂移的问题，我在第2章也讨论过这个问题。预期收益的细微差别，可能会导致投资业绩的巨大差异。在塔拉证券，因为无法找到估计预期收益的更好方式，我们会采用历史收益数据。这会导致的情况是，在那些刚刚过去的投资周期中有代表性的资产类别可能会更受青睐，它们往往得到各方的过度重视，当然，这类资产也可能很快就会离开主流视野。对于那些试图严格按照马科维茨模型进行操作的投资者来说，这种情况当属一个重大缺陷。

夏普和资本资产定价模型

威廉·夏普（William Sharpe）最早于1964年提出了资本资产定价模型（CAPM）。1990年他与哈利·马科维茨［以及默顿·米勒（Merton H.Miller）］共同分享了诺贝尔经济学奖。在本章开始的时候我曾经提到，部分学术研究的内容，大多数人可能从未听过。资本资产定价模型理论更是如此。如果你拥有金融学学位或者读过工商管理硕士（MBA），可能对此有着深入研究，否则你可能对此闻所未闻。夏普与马科维茨紧密合作，进一步把自己的理论研究推向深入，时至今

日，他依然表示自己对马科维茨亏欠良多。资本资产定价模型也被视为现代投资组合理论的一部分。

根据马科维茨的理论模型，夏普对投资组合的部分内容展开了研究，他希望搞清楚风险资产是如何定价的。他参考了马科维茨的观点，即对某项资产的评估要根据这项资产加入到投资组合中的时候，将会如何影响投资组合的风险来确定。夏普认为，可以根据某些共同的因素或者投资组合来对各类资产的风险进行评估。注一项资产在投资组合中的表现将会说明该证券所代表的风险水平。任意资产与现有投资的协方差，将会决定这类资产的风险溢价，由此可以确定其价格水平。

夏普将自己的模型称为单指数模型，尽管如今也被称为单因素模型。基本上，他并不关注单独的资产投资组合。相反他认为，股票的预期收益为该股票相对于所有风险资产整体波动性的函数。而最有效的投资组合当属由各类风险资产构成的市场投资整体。

该模型认为存在两种风险，每种债券都是这两种风险的组合：

（1）市场风险，是指投资于资本市场的风险。只要存在市场投资，就存在市场风险，而不管你购买多少种股票，都无法分散这种风险。这也被称为系统风险，因为它是整个系统的风险。人们也称其为贝塔。注我们说过，分散化投资就是不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。市场风险是指不管你把它们放在多少个篮子里，你都拥有鸡蛋的事实。

(2)非市场风险，是指个别公司的风险，也就是投资于特定公司或股票而非不同行业或股票的风险。这种风险是指，如果人们少喝咖啡，那你购买的星巴克股票价格就会下滑；而如果汽车购买者对凯美瑞情有独钟，那丰田公司的股价就会上升。要分散这种风险，可以构建由经营不同业务的公司股票组成的投资组合，因此当食品类股票表

现不好的时候，汽车类股票可能有优异表现。可以看出，这其实就是那种把鸡蛋放在不同篮子里的基本投资策略。这类风险可以通过多元化投资加以控制，也被称为非系统风险，因为这只是个别证券的单独风险，而不是系统整体的风险。非市场风险也称行业风险，类似投资于能源企业而非航空公司的特定风险。

资本资产定价模型认为，最有效的投资组合就是各类风险资产构成的市场投资整体，因此该模型就为那些投资于整个市场的共同基金奠定了理论基础。贝塔是指每类资产相对于市场整体的风险价格。例如，假设某资产的贝塔为1.3。这意味着，该资产的风险要比整个市场高30%。不管你认为市场由哪些主体构成，如果市值提高了一定比例，那这类风险资产的价值将会增加该比例的130%。也就是说，该资产承担的风险更高，因此将会带来比市场整体更高的收益。与此相反，如果市场下跌一定比例，那这只1.3贝塔值的股票将会下跌该比例的130%。高贝塔值的股票面临的风险最高，回报也最大。你可以想象一下，像科技泡沫时期的科技股这类风险股票，它们的贝塔值很高，因此其价格上升幅度要高于市场整体，同时价格下跌幅度也要更大。

关于这种定价模型的内涵还有很多，MBA学生要在上面花费许多课时。夏普认为，市场最终将趋于均衡，因为低贝塔值的股票将被大多数投资者所追逐，因此价格会上升，而高贝塔值的股票则无人问津，因此价格将下降。每类资产的预期收益主要由3个因素确定:

（1）国库券或政府担保储蓄的无风险利率。

（2）市场收益率，因为资产是在市场上投资的。

（3）个别股票的贝塔值，表示该股票与市场整体的关联度。

但夏普预计市场整体将趋于均衡。这就是市场有效理论的发端，我们随后将对此进行讨论。市场均衡时，所有股票都得到了合适的定

价，对投资者的吸引力也都相同，投资者就希望持有全部股票或投资于整个市场。

资本资产定价模型的更多解读及问题所在

把这个理论进行极端简化，夏普其实向我们提供了3条有用的信息：

（1）要尽可能地分散化投资，这样你持有的风险债券就与其市场规模相吻合，从而可以匹配自己的风险承受能力。

（2）要按照市值比例，持有尽量广泛的投资组合。

（3）如果承担市场风险，作为回报，你将得到更高的预期收益。

但此时你承担的风险就是市场的整体风险（贝塔）。投资者不应当期待，市场会因为自己承担那些本可以分散的风险而奖励自己。他们应当期待，自己因为承担系统风险而得到奖励。

如果从床垫底下掏钱投资于市场证券，那你在承担市场风险的同时，也承担着自己所投资公司的特定风险。比如说你投资于微软或者苹果公司，那你就会承担市场风险，也就是首先承担市场整体的风险，但同时也会承担这家公司的非系统风险。

如果你把资金全部投到安然公司会怎样？哦，这可真是个坏主意，如今它已经一文不值了。但如果你持有多元化的投资，整体资金只有不到1%投到安然，那又会怎样呢？即使安然公司的价值跌到零，你整体的投资也不会受到太大的影响。这是投资者在2008年所应学到的最重要的一课。如果持有真正分散化的投资，那你也会遭受损失，但只是市场整体的损失，可以与市场整体经历的收益波动保持一致。如果你的投资组合大部分都在雷曼兄弟、房利美、美国国际集团或者华盛顿互惠银行（Washington Mutual），或者当年倒闭的其他大公

司，那就会遭受比市场更沉重的损失，因为你持有过多的非系统风险，也就是那些本可以通过多元化投资进行分散的个别证券风险。

当只购买一只或两只股票的时候，这两只股票都存在风险，你就不应当期待通过这两只股票可以补偿所承担的风险。也许你的两只股票表现很好，也许表现很差，但结果是取决于随机因素，而不是你的投资技巧。你应当持有足够多公司的各类股票，这样即使一家公司表现很差，你的投资组合也不会受到毁灭性的影响。你还需要在足够多的不同行业之间进行分散化投资，这样即使某一行业表现糟糕，你也不会变得一无所有。

让我们把这个观点用通俗简明的语言表达出来。有人证明，个人不可能因为选择一只股票而获得足够多的收益，为此他获得了诺贝尔奖！实际上，他说你应当持有整个市场的股票，随后我们又介绍了指数基金的概念，这让上述想法成为可能。这种新的思维观念，对整个金融服务行业带来了威胁，原来的金融服务行业一直宣称，只有投资者付费，才能拥有学习选股的权利。夏普还指出，市场将趋于均衡，这也引出了有效市场理论，我们将马上对此进行探讨。

资本资产定价模型论文的发表没有得到任何人的关注。1961年夏普就写好了原论文，并命名为《资本资产价格：风险条件下的市场均衡理论》*Capital Asset Price:A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*）。在与财经杂志编辑纠缠了几个回合之后，尽管后者对夏普的观点表示怀疑，他的论文最终还是于1964年正式发表了。看到论文印成白纸黑字的文章，夏普十分兴奋，期待着咨询电话铃声的响起——而最终市场的反应是一片沉默。

但夏普最终笑到了最后，因为时间走到了1989年，富国银行投资顾问公司（Wells Fargo Investment Advisors）希望为这篇文章发表25周年举行庆祝活动，富国银行指出:“夏普的模型，不仅可以为投资经理们提供预测风险和收益的重要途径，还可以为各类投资组合、指数基

金等提供很有价值的衡量手段，也可以作为企业筹资和投资的重要工具，同时还可以作为设定公用事业费率的重要参考，更是市场行为和资产估值研究的重要理论创新。”

尽管在某些方面资本资产定价模型已经出现了替代工具，但该模型仍然发挥着重要的基础性作用。该模型的卓越表现得到了诺贝尔奖的认可。夏普关于投资多元化的论述，是我个人投资理论的基石。

法玛和有效市场假设

尤金·法玛是另一位很早就发现数理计算威力的经济学家。1964年他获得了芝加哥大学经济学博士学位。他告诉彼得·伯恩斯坦，芝加哥大学有一台IBM 709电脑，“是第一台真正的机器”，而且从整个大学来看，在很长的一段时间内，只有他和物理系的一个人知道如何捣鼓这台电脑。“我们就像身处糖果店的孩子一样。”随着计算机技术的发展，市场和股价理论也取得了重要进展，这并非偶然，因为前者提供了对各类市场、价格数据进行分析和发掘的强大能量。

在20世纪60年代早期，在思考并对股价的随机游动现象进行研究论述的经济学家中，法玛并不是唯一的一位，但1965年其博士论文的发表，为其在今天被视为“现代金融之父”奠定了基础。1965年1月的《商业期刊》（*The Journal of Business*）完整发表了其70页的博士论文——《股票市场定价行为》*The Behavior of Stock Market Prices*）。《金融分析师期刊》（*Financial Analysts Journal*）的编辑认为这篇文章十分重要，在该文初稿发表9个月之后，他又刊发了该论文的简化版本——《股票市场价格的随机游走》*Random Walks in Stock Market Prices*)。随后英文版《金融分析师期刊》在1966年对该文进行了再版，1968年4月的《机构投资人》（*Institutional Investor*）杂志又一次发表了该文。

法玛论文的中心思想，就是如今我们所说的有效市场假说原则。该原则认为，在任何时候，市场都包含并反映了全部的信息，因此选股是徒劳的。这就是对选股无效这一经验证据所做出的理论解释。在有效市场中，所有股票都得到了合理定价，而当前的市场价格是我们对其内在价值的最佳估计。在论文中，他引用了已经完成的研究结果，包括他的一位研究生迈克·詹森（Michael Jensen）所做的开创性的研究成果在内，证明超越市场是不现实的。请记住，该结论远远早于指数基金的发明，也早于达尔巴公司的研究成果，甚至也出现在现代投资组合理论被广泛接受之前。我们在第4章已经提到过这一开创性的研究成果，它回顾了1955～1964年间115只共同基金的业绩表现。结果如何？“平均而言，对那些持有共同基金10年之久的投资者来说，同样风险水平下，较之购买并持有广泛分散化的普通股投资组合，前述投资者的资产价值要低15%。”45年前，就已经有研究表明了主动型投资管理徒劳无功！而如今我们仍然在使用并传授这一投资理念。

如果不认同市场有效的说法，那你可以想象一下市场无效的情形。这意味着，投资经理可以持续（而不是偶尔，那就只是运气）预测哪些股票的表现将超越市场。在一个无效的市场中，通过内部信息，部分投资经理可以持续取得优于其他人的业绩表现，部分市场分析师也会比其他人表现更好，更善于发现那些在未来数年内表现优异的目标公司。你知道，全美国有多少人被雇用着，试图找到哪些公司属于最佳投资目标吗？而这还没有算数以千计的个体中介和普通投资者，他们花了大量的时间，试图确定下一个超出市场业绩表现的投资目标。如果市场真正有效，多年以来，部分——至少一些——人应当可以持续取得超越平均水平的投资业绩。

是否存在所谓的内部人信息呢？有效市场假说认为没有，该理论认为市场已经针对每只证券的所有信息进行了合理定价。彼得·伯恩斯坦指出，最后一位利用内部人信息的人当属内森·罗斯柴尔德（Nathan

Rothschild），他“利用信鸽第一个获得了威灵顿在滑铁卢获胜的消息，因此赚取了数百万美元的利润”。

这并不意味着市场失灵或者错误定价的情况从未出现。市场“集体疯狂”的出现，会导致偶尔的市场泡沫或市场恐慌。当然，资产也可能偶尔被错误定价，但这类市场情况的发生是随机的，作为一名投资经理无法系统性地利用这类市场机会，长期来看也无法抓住这类市场机会。有效市场假设进一步认为，股票价格将保持均衡，当一些人希望出售股票，同时类似数量的人希望购买股票的时候，一只股票的价格就确定了下来。

这种理论的含义是，通过主动选股、波段操作等主动型投资管理是无法提高价值的，选股模式也是不起作用的。因此当你打开电视，上面的大师告诉你说，市场是被低估或者高估的，或者超买或超卖的，你可以想想这种思维有多可笑。就在你在电视上看到大师的当天，约有15亿股股票通过公开自由市场进行交易，并决定了收盘时的市场价格。因此15亿股股票进行了投票并确定了价格，而根据大师的说法，他们全是错的而自己是对的。这可能就是厚颜无耻的含义吧！

尽管这项具有颠覆性的研究已经开展了很多年，但我却是经过了痛苦的试验和犯错之后，历经在塔拉证券15年的工作经验，才搞清楚这一点。所有投入到选股、选行业方面（科技行业将跑赢大盘；现在要购买能源公司股票）的精力和汗水都是白费的。

尤金·法玛如今仍然在芝加哥大学教书，在空间基金管理公司成立的绝大多数年份，他也一直与该公司保持联系。他持续地为投资界做出里程碑式的贡献，阅读从未停止。许多人预测他未来可能获得诺贝尔奖。

我记得我曾经见过一位投资者，他告诉我说，即使我向他展示了这么多数据信息，他仍然不相信有效市场。他长期以来一直是精选个

股者。因此我就问了他一个简单的问题：“如果市场是无效的，那你为什么没有因为股票投资而成为一名百万富翁呢？你很聪明，博览群书，拥有MBA学位。如果股票价格不对，你为什么没有发现这种情况并因此致富呢？”他不能回答这个问题，当然他最终也成了我的客户。

如果你不愿承认市场有效，那有什么证据证明市场无效呢？人们预计对冲基金可以发现这种价格错配，而尽管他们为所宣称的专业技能收取了极高昂的费用，在熊市出现的时候，与共同基金相比，有更多的对冲基金破产倒闭了。

许多人一直希望我谈一谈沃伦·巴菲特。事实上，整个资本市场的历史上，存在这么一位超级成功的投资者，这件事情本身并不能证明有关市场有效、市场无效或者股票精选等任何事情。此外，巴菲特也明白，不让市场知道自己的投资动向是有利的。在管理伯克希尔·哈撒韦（Berkshire Hathaway）公司的早年间，他并不披露自己大举购买公众股票的情况，因为他不想其他投资者尾随（如巴菲特所说）其选股举动。他知道，如果别人看到自己购买可口可乐或者其他任意公司的股票，该公司的股价就会提升。很多年来巴菲特都成功地做到了这一点，直到美国证交会强制他披露其持股情况。正如他在自传《滚雪球》（*Snowball*）中所说，在此之后的很长一段时间里，他停止了对上市企业的大规模投资。

即使巴菲特也要受到有效市场的约束。就在我写作本书的时候，他已经对上市企业进行了多笔大型投资，但通常实施的是一些特别的交易。最后，请注意巴菲特首先属于购买—持有策略的投资者；他购买股票或者整个公司，然后持有这些资产许多年。多年来，他一直是位相当成功的投资者，但与通常所说的主动型投资经理毫无相似之处。

开创指数型基金投资

根据夏普的观点，市场投资组合是最有效的投资组合。如果你需要做的工作就是购买整个市场的股票，或者通过指数来替代市场，那谁还需要那些传统信托部门的业务服务呢?

何谓指数？缘何重要 指数通常可以用于测定或衡量市场的变动及其业绩表现。许多投资者都很熟悉道琼斯工业平均指数和标准普尔500指数。作为对市场业绩的替代性或呈现指标，市场对这些指数的运用已经有很长时间。如果投资于股票市场，那你在市场收盘时，总是可以确定任意一只股票的价格。但如果想了解市场的整体状况，你就需要借助领头羊或者市场集锦的帮助。道琼斯工业平均指数自1882年以来就一直在提供此类信息，而标准普尔500指数始于1957年，其早期版本始于1923年。当今的科技水平已经可以把所有股票的价格都整合在一起，但我们仍然依赖各类指数，将其作为参考指标，它们长期以来一直向我们提供市场信息。

得到最广泛认可和使用的道琼斯工业平均指数创立于1882年。它只跟踪由《华尔街日报》选定的32只股票的变动情况。该指数采用价格加权（而非市场规模加权）的计算方法，这意味着，如果一家公司的股价出现大幅波动（即使这家公司是该指数中规模最小的公司），那就会对该指数价格带来巨大影响。例如，一只10美元的股票发生了1美元的变动，相比100美元的股票发生1美元变动，前者效果要显著得多（按比例计算）。在当时计算机技术尚不发达的年代，道琼斯工业平均指数大幅缩减了计算工作量：在每个交易日结束时，你只需要把各个单独股票的价格加起来，然后除以指数中所包含的股票数量，很多人利用计算器就可以完成这项工作，这项计算结果能提供大量的市场信息。如今道琼斯工业平均指数已经十分出名，加上历史如此悠久，导致仍然有很多人将其作为浏览市场业

绩的参考指标。我们也仍然坚持将其作为衡量股票业绩和进行市场分析的重要指标，因为该指数的历史最为悠久。

因为标准普尔500指数涵盖了500种股票，而不是32种，因此它比道琼斯工业平均指数范围更广，也更具有市场代表性，但是该指数距离代表全体股票仍然存在差距，因为作为评级机构的标准普尔公司跟踪了全北美近10 000只股票的走势。用于测算该指标的计算公式也比道琼斯工业平均指数更加复杂，但也能更准确地反映市场状况。该指数的计算遵从市场规模加权原则（比如说，指数中每个股票的权重与该股票的市值成正比），而且由于该指数纳入的公司市值至少要有50亿美元，因此大型蓝筹股在该指数中所占的权重较高。标准普尔公司对该指数的界定是，指数包括“美国经济中重要行业的500家领军企业”，因此我们知道该指数代表的仅仅是其所说的“重要行业”的经济状况。

尽管按照市值计算，标准普尔500指数公司约占美国国内股票市值的75%，但根据分类的不同，该指数仅仅代表了一到两类资产类别（要不就是美国大型蓝筹股，要不就是美国大型蓝筹成长股和美国大型蓝筹价值股）。关于其代表美国股票市场的最大争议在于，截至2009年3月31日，指数中最大的10家公司约占指数总体的21.61%。也就是说，数量上仅占2%的公司，占据了该指数总市值的21%。标准普尔500指数实际上代表的是美国10家大型全球企业的市场表现。

当股票指数为价格加权时，每只股票在该指数中的占比，与其收盘价的比例保持一致。例如，交易价格为50美元的股票与交易价格为5美元的股票相比，前者在指数中的权重要高10倍，但如果一只股票的市场价值比另一只股票高10倍，那二者占指数的比例却并没有什么区别，所有一切都与价格有关。这就是其与市值权重指数的区别，后一种指数取决于相关企业的市值，也就是说，股票收盘价乘以流通在外的股票数量。价格加权指数并不能反映公司市值的增

长情况，一家小公司可能股价为50美元，而一家大公司可能股价为5美元。因此小公司股票价格的大幅变动会带来价格加权指数的波动，因为价格越高，也就意味着其在指数中所占的比例越高，尽管公司整体市值实际上并没有多大变动。要想实现同样的效果，需要指数包含的大公司股价出现同样幅度的变动。这类指数计算的是指数中每种股票的大体权重，计算过程中需要不停地对指数中的股票进行调整，才能保证合适的权重比例。

市值权重指数（market-value-weighted index）也称资本加权指数（capitalization-weighted index），其所含股票的权重是根据各自的总市值来确定的，即各股票流通股的总市值。这就是说，股票价格变动的影响，与该股票在指数中的规模占比密切相关。指数中市值最大股票的变动与市值最小的公司股票变动相比，前者的影响力将会大得多。一只股票的市值等于其股价乘以流通在外的股票数量。

1970年，许多人都对主动型投资管理产生了疑问。金融界有些人已经读了马科维茨关于风险和收益重要性的论述，也了解到分散投资的重要性；有人已经读过法玛的有效市场理论；有人读了夏普的观点，知道可以通过分散投资降低非系统风险，却无法逃避市场整体的系统风险。市场上出现了一些像伯顿·麦基尔（Burton G·Malkiel）一样的投资者，伯顿·麦基尔在《华尔街漫步》（*A Random Walk down Wall Street*）一书中写道：

> 我们需要的是一种佣金很少、管理费用很低的共同基金产品，只需要购买数以百计的股票，构建起广泛的股票市场平均组合，而且无须交易……以便选出优胜者。每当低于平均市场表现的共同基金出现时，基金发言人就可以很快指出：“你没有取得市场平均业绩。”是时候让普通投资者做到这一点了。

因此你需要在多大程度上进行分散化投资，需要拥有多少只股票，才能获得市场平均收益呢？而你又应当如何购买股票，才能取得市场平均报酬率呢？要记住，这距离马科维茨仅能通过10只股票用于样本投资组合分析，已经过去了很长时间，因为当时他并不具备所需的技术资源。如果没有今天的技术水平，要想跟空间基金管理公司一样，通过被动型共同基金持有成百上千的股票，将会是一件不可能完成的任务。

系统和操作的种种限制最终证明是投资的重大障碍，但在试图让投资者投资于整个市场的过程中，依然出现过3位重要的先行者，即使无法投资于整个市场，你也可以通过持有指数基金的方式，代替对整体市场的投资。指数基金也是一种共同基金，其设计目的是为了尽可能完整地替代指数投资。也就是说，该基金持有的股票种类及持股比例，将与其希望复制的指数保持一致，而且提前声明希望达到的投资业绩，也将与该指数保持同步。管理指数基金的成本被降到了最低，因为指数基金只需要购买指数项下的股票，当然每只基金都存在管理、报告和维护等相关费用。

发明指数基金

那么，指数基金是从哪里起源的呢？对机构投资者来说，美国西海岸的富国银行和芝加哥的美国国民银行（American National Bank）是首先引入指数基金的机构。作为零售投资业最知名的人士之一，约翰·鲍格尔（John Bogle）成为将指数基金提供给零售投资者的第一人。

在信托业务经营过程中，富国银行的主动型投资模式并不成功。这让他们成为被动型投资管理的先行者，而利用这种模式他们大获成功。到20世纪70年代末，他们一直使用的投资管理策略就是被动型投资策略。

在就读MBA期间，大卫·布斯（David Booth）和雷克斯·辛格费尔德（Rex Sinquefield）都曾于芝加哥大学接受尤金·法玛的指导。毕业之后，辛格费尔德接受了美国国民银行提供的职位，随后成为其信托部门的主管。在对银行的投资经理进行评估时，他发现了法玛此前就预测到的结果：投资于大型公司股票的主动型基金产品，总体表现并不优于标准普尔500指数，而如果考虑到管理费用，它们的表现实际上更差。他由此提议，设立仅仅跟踪指数的基金产品。由于说服银行把自己的建议变成现实并不容易，1975年他与美国国民银行仅推出了一只跟踪标准普尔500指数的指数基金。

空间基金管理公司的第一只基金

1981年，雷克斯·辛格费尔德和大卫·布斯创立了空间基金管理公司。公司的第一款产品是DFA 9-10基金，该产品投资于市场上的最小公司（按照股票市值排序，第九和最后的分位），构成了空间基金管理公司以小型公司为投资目标的基金产品。尽管标准普尔500指数基金得到了市场的一定认可，但机构投资者仍然对小型公司存在偏见。布斯和辛格费尔德认为，投资于小型公司的基金产品可以产生分散化投资的效果。

作为市场有效性的坚定信徒，辛格费尔德和布斯在进行基金管理时购入了整个市场的股票，也就是该市场范围内的所有相关公司的股票。他们并没有试图区分哪些股票是优胜股，也没有成立研究部门，因此与其他公司相比，其成本更低。他们只是把所有符合基金规模标准的股票收入囊中。该基金与标准普尔500指数的业绩表现保持同步，但根据小公司的股票走势，这只基金从长期来看可能会带来更高的收益。

最初的时候，公司面临一些挑战。尽管他们很早就获得了一些机构客户，但从1984～1990年，小型公司股票经历了自1926年起最为艰难的7年时光。正如辛格费尔德所说：“当时是一段极度艰难的时光，

但大多数客户都坚持了下来。”布斯说：“至少这让竞争对手们望而却步。”

空间基金管理公司能够坚持下来，是因为辛格费尔德和布斯没有告诉客户，在任何特定时期，即使在那7年间，小型公司的股票表现都比大型公司股票要好。尽管他们确实声称，公司的基金表现将会优于绝大多数小型股基金，因为后者大多收取了高昂的费用。结果正如他们所料：尽管全部小型股基金表现不如标准普尔500指数，但空间基金管理公司的表现比大多数都要好。从1990年开始，小型公司股票的业绩表现持续优于标准普尔500指数。

约翰·鲍格尔和先锋基金

富国银行的约翰·麦奎恩（John McQuown）和美国国民银行的雷克斯·辛格费尔德，都是首先为机构客户创设标准普尔综合指数基金产品的先行者，但他们把个人投资者排除在外，而约翰·鲍格尔为零售投资者引入了指数基金。

鲍格尔改变了零售投资行业的游戏规则。他获得了许多荣誉，包括被《时代》（*Time*）杂志评为“世界最有影响力100人”之一；获得了机构投资者颁发的终身成就奖；被《财富》杂志提名为20世纪投资界四巨头之一；因“服务国家的杰出成就”获得了普林斯顿大学的威尔逊奖。在其一生的投资执业过程中，他一直是零售投资者的有力推动者。在指数投资和常识投资方面他都著作颇丰，其论述如今仍经常被引用。他忠实的追随者自称为“铁杆粉丝”，在网络上随处可见。

鲍格尔并非芝加哥大学学术界的一分子，但在20世纪70年代，对于指数投资和被动投资等新潮思维，他一直保持关注。1974年他成立了先锋集团，1975年以标准普尔500指数为基础，他创立了第一只指数投资信托基金。如今该基金也成为先锋500指数基金。约翰·鲍格尔对主动型投资管理的成本分析是具有开创性的，本书中我也引用了这些

分析，他同时也是低成本指数基金投资最为坚定的支持者之一。如今先锋指数基金产品管理的资产超过了1 000亿美元。正如鲍格尔自己所言："自从'鲍格尔的愚蠢念头'这一说法出现以来，我们已经走过了漫长的旅途，这个说法从20世纪70年代末期到90年代早期一直萦绕在我耳边。"

如今对我们来说，利用指数作为参考指标，在广泛的市场上进行投资看起来是如此的显而易见。但我有时会想，把投资业绩随机地与由一个委员会选定的标准普尔500指数联系起来，为什么会如此的重要。也许，在被动策略流行之处，跟随指数是一条必需的原则，而与道琼斯工业平均指数相比，人们更喜欢标准普尔500指数。当时，对于像投资于拉塞尔1 000指数这样的大型基金来说，管理这类基金所需的计算能力尚且不足。

由于夏普的研究结论，加上人们认识到有效市场假说的重要性，投资者开始寻求一种投资方式，以实现资产多元化，并投资于交易市场或简单来说广泛市场上的多种股票。对某一指数进行投资的概念逐渐兴起。

对市场来说，指数极端重要。任何投资者想要衡量其投资业绩，都需要有参照标准，而指数就可以发挥这样的作用。标准普尔的网站（www.standardand-poors.com）声称，约有4.5万亿美元的投资是以标准普尔指数为参照的，而这仅仅是一个指数序列而已（尽管也是最大的序列）。

根据美国投资公司协会（ICI）提供的资料，2008年权益共同基金（只包括权益性资产）投资于指数基金的比例为13%（在这13%的比例中，有40%投资于标准普尔500指数基金）。不管是普通的共同基金还者ETF基金，包括债券指数、国际指数和综合指数在内，约有6 040亿美元投资于各种指数基金；有368种共同基金和766种不同的基金股份都利用了指数投资。亚马逊（Amazon）公司数据显示，约有1 600

本书是以指数投资为主题的。秉持购买并持有的策略，个人投资者可以投资于低成本的共同基金，这为其带来了巨大的收益。华尔街从来不会错过任何一个市场机会，你还可以发现由资产管理公司提供的类指数基金，他们同时还支持转换操作以提高指数投资业绩，比如说利用看跌期权或者套期保值等方式，预计可以在市场形势不佳时为你的投资提供保护。当然随之而来的，就是主动型投资管理通常的高昂费用。

尽管我一直认为，与委托主动型投资经理进行投资相比，投资者利用指数投资要好得多，但指数投资也是问题和机遇并存。

指数投资的问题

尽管整个学术界的金融先行者们一直在鼓吹要投资于“整个市场”，然而面对这样一个理论上包含世界上每种投资和证券在内的投资组合，到底需要具备怎样的坚定信仰，才能让你认为市场整体与道琼斯工业平均指数或者标准普尔500指数存在密切关联?

作为投资者，我的目标是使用各类资产在市场上进行投资，但任何指数本身都不是市场，也不属于资产大类。即使是威尔夏5000指数，也只是以最大的5 000家公司股票为标的进行的投资，也只是一个指数而并非资产类别。实际上，你完全可以认为，通过这种方式投资于各家公司，只能保证你不会偏离资产大类。标准普尔500指数和其他指数的设立，是作为公司业绩的报告工具，却从来都不是投资工具。

过去25年间，随着资产配置成为投资的重要组成部分，人们创立了各种指数来代表各类资产的不同特征，但这些举措的主要目的还是为了制定业绩衡量基准，而不是创设投资工具。以标准普尔500成长指

数为例，其设立的目的是为了作为市场近似和衡量指标，用于衡量大型企业投资经理的投资业绩，却并非一种投资工具。

不管定义和设立目的何在，指数基金还存在另外一个主要问题，那就是它的成分重构，也就是组成债券的变动调整每年才进行一次。重构日之前，市场可能发生了很多变化，组成该指数的股票也可能有许多调整。小盘股可能变成了中盘股，或者卖给了大型蓝筹企业，或者成长型股票发生了很大变动，已经不能再归于成长型股票了。在一年之中，指数本身也可能经历了重大的风格调整。第6章我会讲述空间基金管理公司是如何应对这些问题的。

与指数相匹配并非一种投资策略，投资于某指数也并非多元化的资产配置。想想指数型基金经理的投资目标：指数基金的投资业绩要与该指数本身表现保持零差异。这并不是你在华尔街看到的那些主动型基金的投资模式，这些基金试图为你遴选出那些业绩优异的股票，而其他地方，还有另外的投资经理，他们购买和出售股票的目的是，让你投资的基金产品获得与指数本身同样的收益水平。实际上，对这些基金经理的评价，就是根据其管理的指数基金与该指数本身收益的匹配程度来进行的。

这个问题的另外一面，就是指数本身也是在不断变动的。当指数构成发生变动的当天，你认为会出现什么情况？当指数发布者宣布，把股票加入到指数中或者从中剔除的时候，密切跟踪指数的投资经理必须及时进行股票买卖，在指数重构日把自己的投资组合调整到位。记住，指数本身仅仅是一个指数，它并不持有任何股票。但对于希望与指数表现保持同步的投资经理来说，他需要购买这些股票。根据预计，一只股票在加入标准普尔500指数的当天，其股价会上涨5%。就在同一天，无数的指数基金经理推动股票买卖需求飙升，因此造成了股票价格的扭曲，其他市场主体就可以利用这一暂时的市场波动。指

数投资经理别无选择，只能在股票加入指数的当天，买入这一新的股票。

这种指数重构的情况会浪费你的资金，而且不符合购买并持有的投资策略。除了市场转换的成本，这种情况还会导致高额交易成本的出现。复制指数要求基金经理严格遵守事先确定的交易内容、股票类别、交易额度和交易期限。指数重构消息宣布和生效日期之间的时差，为那些不追求与指数同步的交易者提供了机会，让他们在紧密跟随指数的投资者行动之前，在股票价格更具吸引力的时候，及时买入新加入指数的股票，卖出那些指数剔除的股票。

市场的整体影响属于零和博弈：一方因指数重构遭受损失的程度，也就是另一方获得的利益。不管什么类型的谈判，急于敲定交易的一方总是处于劣势。尽管指数经理可以成功地跟踪指数变动，但他们的交易策略可能会对指数本身的收益带来影响。对于那些把较低的跟踪误差放在优先位置的投资者来说，他们需要承担相关的成本。

布林森及资产配置的重要性

截至目前，大部分讨论都是在关注投资理念和投资策略。要说长期来看哪种投资最合适，投资的费用和佣金也属于重要的考量因素。但接下来，我想向大家介绍另外一项具有划时代意义的研究成果，该成果最初发表于1986年。

20世纪70年代早期，加里·布林森（Gary Brinson）掌管着芝加哥第一国民银行（First National Bank of Chicago）的并购事业部。1989年，该部门被允许从芝加哥第一国民银行中分离出来，加里·布林森成立了布林森合伙公司，该公司大获成功，加里·布林森一度掌管着超过1万亿美元的资产。

但早在这一切发生之前，布林森、霍德（Hood）和比鲍尔(Beebower)就做过一项研究，针对的是投资组合业绩最重要的影响因素，并考虑了资产配置、市场择时、股票选择以及其他因素的作用。研究结果发表于《金融分析师期刊》上，“投资方针（资产配置）决定了投资策略（市场择时和股票选择），平均而言可以解释总的（养老金）基金资产93.6%的变动情况”。

这是一条措辞难度很大的声明，也是现代投资界最具创意、引用次数最多的一句话，但同时也是最难以理解的语句之一。1991年在后续研究报告中，作者对这一发现进行了再次确定，这次作者的措辞是，在截至1987年的过去10年间，资产配置决定了91.5%的投资变动。

报告认为，华尔街投行收取高昂的费用从而为投资者选择股票，实际上是毫无价值的，这让华尔街大为震惊，尽管报告的真实意思并非如市场的解读一样。布林森、霍德和比鲍尔并没有说，资产配置决策将决定投资组合收益。他们认为，资产配置决策对“样本所选择的91只大型养老金投资业绩起到了决定性的作用……投资方针可以解释该投资平均季度收益91.5%的变动”。

也许这属于文字措辞的问题，尤其是当人们普遍认识到，资产配置方针，也就是资产配置策略对投资业绩表现的重要性的时候更是如此。约翰·鲍格尔对此进行了简化说明：“对长期基金投资者而言，他们可能会因为配置于股票和债券基金的投资而获益，而更少关注到底持有哪些特定的股票或债券基金……只要能把成本保持在稳定的低水平。”无论如何，人们对比鲍尔下面的这句话并没有什么争议：“主动型投资管理对收益的影响不仅无法衡量，而且……它貌似还小幅提高了投资风险。”

这项研究成果深刻影响了我在塔拉证券的工作。我常常觉得，要想知道如何才能为客户带来最佳投资收益，自己一直在试图完成一项

孤独的使命，直到1986年初期这项研究横空出世和1991年后续研究的发表，才终于证明我这么多年来，花费那么多时间，经历那么多磨难，试图找到正确的投资配置组合的价值。

实际上，这项研究表明，对咨询顾问来说，利用时间的最好方式就如同我已经在做的工作一样：要利用一系列大类资产的组合，在保证这些资产彼此相关系数较低的前提下，合理地分配资金。在选定了合适的资产配置之后，你就需要长期持有。资产配置中最终的决策，当属如何在债券和股票之间分配资金，因为这将确定你在安全资产（债券）上投入多少资金，在风险资产（股票）上又投入多少资金。一旦做好决策，下一步你就需要搞清楚如何配置股票头寸，在各类增长型和股票型、国内股和国际股、大型公司股票和小型公司股票之间进行分配。

理论的缺陷

现代金融的基石，在很大程度上是建立在下述观念基础上的：投资者是理性的，这可能是构筑投资理论的出发点，即我们可以认为，投资者采取的行动是为了将自身收益最大化的同时，将风险降到最低。但正如我们在第3章所说，现实生活中，投资者理性的情况并非常见，更不用说完全理性了，投资者不时地受到非理性因素的影响。有些例子广为人知：17世纪的荷兰郁金香事件或者20世纪90年代末期的网络股泡沫，这都是不理性行为。

除此之外，这些理论还认为，投资者知道并且理解风险，并分享类似的观点。如果想看看人们对风险的不同看法，你可以采访一下婴儿潮前一代经历了大衰退的投资者，然后你再同下代人沟通一下。如果想比较不同的投资者对时间框架的观点有多大差别，你可以让股票交易员跟沃伦·巴菲特谈一下对某只股票未来走势的看法。

现代投资组合理论假定，市场中的股票和各类资产彼此是完全独立的，因此投资者可以实现完全的分散化投资。但是，正如正面市场情绪会带来数年的利好，导致所有资产业绩积极向好一样，也有像2008年那样的时候，全球几乎没有任何正面的资产投资业绩出现。在市场如此萧条的时刻，各项投资从理论上来说应该是独立的，但实际上却表现得好像是彼此关联一样——所有指数一路下行。下行效应造成了恶性循环，经济形势某一方面的虚弱表现，会对其他方面带来严重冲击。

现代投资组合理论和其他诸如资产配置等金融理论的基础观点都认为，债券买卖没有交易成本，买卖任意数量的债券并不会影响市场整体状况，所有债券都是完全流动的，这意味着人们可以随时买卖任意数量的债券。实际上，尽管交易规模越大，比如说像大型养老金等，从交易成本的角度看规模效应就越大，但硬币的另一面是，这些大额交易在执行过程中，很可能会影响证券价格。流动性也不总是可行，对小型公司股票来说更是如此。这些理论也从没有考虑过税收问题，而个人投资者面临的市场环境是，每笔交易都可能要交税。

法玛和弗兰奇以及三因素模型

本章截至目前，我已经讨论了现代投资组合理论，阐述了多元化投资的必要性，介绍了资本资产定价模型，该模型认为，通过多元化投资只能分散个别股票的非系统风险，而无法分散市场自身的系统风险。但事实上，你也不希望把所有的风险都分散出去，因为风险是收益的来源。这两种理论都主要关注如何通过降低（而非消除）风险来提高收益，或者也可以说如何来管理风险。威廉·夏普认为，要想超越市场是很难的，如果你为此进行尝试，通常可能不会得到什么奖励。

我还介绍了有效市场理论，该理论认为，你无法预测市场的未来走势，从长期来看投资经理也无法超越市场。实际上，如果主动型投资经理想要超越市场，他们不仅需要取得与市场同样的业绩，还需要做得更好，以此来补偿向投资者收取的各项费用。

最后我提出了问题，投资者为什么不购买整个市场的股票，尤其是那些以标准普尔500指数为代表的投资产品呢？在本章结尾的时候我会再次提到这个问题。

考虑到现代投资组合理论的大背景，我认为许多投资者都不愿意接受这样的理念，即降低风险意味着放弃他们本可以获得的收益。这确实包括一定程度的利润，接受这一理念对这样一些投资者来说更为困难，他们认为自己不同于历史上的任何投资者，而且在大多数时间里都可以选出那些表现最好的行业股票。如果有些做法可以使投资更为安全，那这些措施是否值得呢？简要的回答是：是的。但要等到下一章，我才能展示如何通过资产配置构建投资组合，然后将其与风险调整后的投资业绩进行比较。

在此之前，还有一个更加重要的考虑因素。此前我提过尤金·法玛，他是有效市场理论的提出者，也是现代投资的奠基人。多年来，肯尼斯·弗兰奇一直在美国达特茅斯学院的塔克商学院教书。弗兰奇和法玛两人多年来也都与空间基金管理公司保持着联系。他们俩一起开发了三因素模型（Three-Factor Model），对夏普单因素模型的概念进行了进一步的拓展，提供了市场如何实施证券定价的更多信息。

资本资产定价模型具有强大的生命力，为投资者提供了理解风险和收益的全新方式，但该模型为单因素模型，无法解释所有现象。法玛和弗兰奇希望了解更多，他们设计的模型认为，证券价格由3个因素决定：

（1）与固定收益证券相比，投资股票所带来的溢价收益。股票预期收益更高，是因为与固定收益证券相比，股票承担的风险更高。

（2）价值型股票投资溢价收益（根据股票市价与市值的比例来判断）。该类股票与成长型股票（下面有对价值型和成长型股票定义的更多信息）相比具有更高的预期收益。

（3）小型公司股票投资溢价收益。以市值衡量，小型公司股票可以提供比大型公司股票更高的预期收益（平均而言），同时它们的风险也更高。

法玛和弗兰奇决定对标准普尔500指数的股票进行分析。他们根据其股价低于还是高于账面价值，对指数中所包含的所有公司进行了分类。这是什么意思？举个简单的例子，我们来看看你房子的价值。你对自己的房子按市价进行评估，这座房子是你多年前购买的，假设如今它值30万美元。你需要减去所欠的按揭贷款，为分析起见，假设你有20万美元贷款。然后房子的账面价值，或者你房子的股票账面价值就是10万美元。在本例中，你房子的价值是高于其账面价值的。

公司也拥有所有者权益，大体等于公司的价值减去公司欠第三方的债务。对于类似本例市场价格高于其账面价值的这一类公司，法玛和弗兰奇将其定义为成长型公司。这类公司是市场追捧的目标，投资者对这类公司的潜在收益和未来成长可能性保持乐观态度。每个人都告诉你要购买这类公司的股票，投资者愿意支付高于该公司当前实际价值的资金，因为他们看好公司成长前景。

现在，假如你在房市低迷之前刚刚买了房子，如今其价值为20万美元，而你的住房抵押贷款是30万美元。此时房子的实际价值为负，实际价值低于其账面价值，也就是你欠的抵押贷款额度。类似这样的公司不受青睐，财务顾问会让你不要购买其股票。

法玛和弗兰奇利用该单一因子，也就是以高于或低于账面价值为依据，把标准普尔500指数下的公司分成了两类（记住，标准普尔指数下的公司都是大企业）。如果一家公司的股价高于其账面价值，那就是大型蓝筹成长类，而如果股价显著低于其账面价值，也许低于账面价值30%～40%，那就将其归入大型蓝筹价值类。他们并没有试图区分好公司、坏公司，或者好的管理、坏的管理，或者其他因素。

法玛和弗兰奇的分析结果如表5.1所示，数据已经更新到2008年。让我们来看一下收益情况。大型蓝筹成长类公司的平均年收益率为8.64%，而大型蓝筹价值类公司的平均年收益率为10.04%。两者的回报差异为140基点，或者约为1.5个百分点。

表5.1 大型蓝筹成长类公司和大型蓝筹价值类公司的市场表现

指数	平均年收益率（%）	标准差（%）
美国大型公司股票，1927~2008 年		
大型蓝筹价值类	10.04	27.21
标准普尔 500 指数	9.60	20.69
大型蓝筹成长类	8.64	21.99
美国小型公司股票，1927~2008 年		
小型价值类	13.03	35.05
GRSP 6–10	11.11	31.08
小型成长类	8.40	34.30
除美国之外的发达市场股票，1975~2008 年		
国际价值类企业	14.95	24.60
国际小型企业	14.82	28.61
摩根士丹利欧澳远东指数	10.29	22.58
新兴市场股票，1989~2008 年		
新兴市场价值类	14.58	39.24
新兴市场指数	10.70	35.47
新兴市场成长类	8.69	34.96

注：该表以美元计价；指数并不可以用于直接投资，其业绩表现并不反映实际投资组合的管理费用；过去的业绩不保证未来表现；美国价值类和成长类指数数据（不含公用事业股票）由法玛和弗兰奇提供；标准普尔数据由标准普尔指数服务集团提供；税收计划数据由芝加哥大学证券价格研究中心提供。

国际公司价值数据由法玛和弗兰奇根据布隆伯格和美国明晟（MSCI）证券数据整理提供；国际小型公司数据根据空间基金管理公司对布隆伯格、投资风格研究（StyleResearch）公司、伦敦商学院（London Business School）和野村证券（Nomura Securities）数据进行汇总提供；摩根士丹利欧澳远东指数数据为息税前净值；新兴市场指数数据由法玛和弗兰奇根据国际金融公司投资领域的国别数据模拟得来；模拟数据在各国及各国之间都采用了流动股票加权方法。

资料来源：空间基金管理公司

法玛和弗兰奇被上述结果迷住了，他们琢磨着，这类研究对小公司是否也同样适用，因此他们就用同样的方法对小公司进行了研究。表5.1中有个指数你可能不太熟悉，CRSP 6-10（源于证券价格研究中心）是指美国所有交易股票中的后50%。在本章前面，我跟读者提过证券价格研究中心，其数据序列全都源于1926年。GRSP 6-10就是基于该项研究得出的。小公司是指在交易所上市交易的美国公司中，市值为后50%的那部分公司。法玛和弗兰奇重复了其之前的研究工作，把那些交易市值低于账面价值的公司归入“小型价值类”，而把市值高于账面价值的公司归入“小型成长类”。这次研究的结果是，小型成长类公司的平均年收益率为8.4%，而小型价值类公司的平均年收益率为13.03%，463个基点的重大差距，或者约为4.5个百分点。这是主动型投资经理梦寐以求的业绩表现！而这只是证券本身的收益结果，根本没有考虑主动型投资经理的选股操作。

这是80多年的平均数据，也就意味着特定年份的结果可能会有所差异。部分年份成长型公司的表现好于指数，价值型公司却表现一般。但该研究得出了我们在本书中讨论过的一个有趣现象：从任何一年或者连续几年的时间跨度来看，几乎没有主动型的投资经理可以超越指数表现。在共同基金公司中，根本不存在主动型的投资经理可以在80多年的时间里取得持续稳定的业绩表现。

如今一切顺利，法玛和弗兰奇决定把目光转向其他发达国家的非美国企业，随后又研究了新兴市场国家，也就是美国以外的不发达国家。在每种情况下，同样的关系都成立。很有意思的是，在那些有效

市场不存在的经济不发达国家，这种关系仍然成立，甚至出现了价值股表现超越成长股或者总体指数的情形。

看起来，这好像与你从大多数咨询顾问那里得到的建议迥然不同，后者告诉你说，要购买大型公司的股票，而不要管那些糟糕的公司。

我可以举个例子来说明这种情况。假设有两个人向你借钱，其中一个人信用记录良好，而另外一个人信用记录很差。你会向哪个人收取更高的利息呢？我希望你的回答是那个信用记录差的人。为什么呢？因为向信用记录差的人借钱你会面临更高的风险。

如果向别人借钱是这样的，那你投资股票也是同样的道理。想一想，根据法玛和弗兰奇的模型，大型蓝筹股预期运行良好，风险更低，这意味着它们提供的预期回报率也更低。

总体来说，小型公司（根据CRSP 6-10的定义）的收益要比大型公司（以标准普尔500指数为代表）高151个基点，也就是超过1.5个百分点。当然，更高的收益也就伴随着更高的风险，这就是收益较高的源头。小型价值股的风险最高，因此收益要比大型成长股高439个基点。在过去83年的时间里，这几乎相当于每年4.5个百分点。没有任何主动型投资经理可以哪怕是接近这一记录。

超越指数投资

关于指数投资的历史还有一个故事。大卫·布斯就职于纽约城的贝克尔（A.G.Becker）公司，负责为养老金投资提供咨询服务，当时他希望成立一只小型企业指数基金，却遭到了公司的嘲笑。第二天他决定成立自己的公司，地点就设在他在布鲁克林高地公寓的备用卧室里。

法玛的另一位研究生拉尔夫·班斯（Rolf Banz）也开展了相关研究，他通过研究首次表明，长期来看小型公司股票将带来比大型公司股票更高的收益，当前绝大多数专业投资者都可以认识到这一点：小型公司风险较高，因此资金成本较高，从而预期回报较高。当还在美国国民银行的时候，辛格费尔德就沿着班斯的研究思路继续走了下去，并提议除了标准普尔500基金之外，还应成立小型公司指数基金。公司拒绝了他的这一提议。随后不久，布斯打电话给辛格费尔德说，他正在成立一家新公司，目的就是为了设立这种美国国民银行刚刚拒绝的指数基金。辛格费尔德辞去工作，加入了布斯的公司。空间基金管理公司从此成立，而我又花了15年时间才联系上他们。

自1981年成立以来，空间基金管理公司的资产已达1 270亿美元（截至2009年6月30日）。公司仍然特立独行，为市场提供严格按照资产大类区分的共同基金产品。

想想我此前提过的问题，为什么不购买整个市场的股票呢，尤其是可以参考那些诸如标准普尔500之类的指数指标？对此的回答是三因素模型。指数并非资产类别，也不是市场本身，标准普尔500指数当然也不是市场。现在利用空间基金管理公司的基金产品，我们已能够购买纯粹的大类资产，你可以借此向小型企业及价值型股票倾斜，从而提高纯粹的市场回报率或指数投资业绩。

空间基金管理公司和我都认为，通过被动式的投资策略，我们可以大幅节约交易成本，无须向主动型投资经理支付管理费用，而如果把投资组合向小型企业及价值型股票倾斜，从长期来看这些投资可以超越市场，从而让我们取得比指数投资更高的回报。在近期这段自大萧条以来最为严酷的市场环境中，我们学会了把安全性放在投资的首要位置。但利用这种投资策略最重要的原因之一就是其投资业绩表现，长期来看，把投资向更高风险/更高回报的市场领域倾斜，将会为你带来更高的收益。

当前市场的总体低迷，会导致市场上所有资产看起来都存在暂时的关联，各类投资都会同时下降（除了部分短期固定收益类资产）。不管何种类型，不管如何艰难的熊市，都是市场自然而正常的组成部分，有一些是适当的市场修正，有些则是过度的。但不管未来看起来如何艰难，熊市终究会结束，或者至少从我们的投资历史上看是这样的，我相信未来依旧如此。随着市场走出低谷，投资者们还将继续涌入，希望取得最好的投资业绩。

下一章我将说明的是，如何把自己所讲的所有信息片段整合在一起，从而构建起长期的投资策略。

---

1. 要想详细了解他为什么以及如何通过这种方式来阐释这个话题，可能需要花10多页的篇幅，并罗列大量的方程式。如果想了解更多内容，你可以参考深度介绍资本资产定价模型及其发端的书籍。几乎所有的高级金融学教材都会涉及这个话题。
2. 这里有一个很有趣的注解，夏普把系统性风险用字母b来表示，其他人也采用了这种做法。之后华尔街开始用希腊字母贝塔来表示，这就是这个标识的起源，最后连夏普也采用了这种标识。夏普一定曾经很喜欢字母表前面的那些字母，因为在贝塔概念演变了多年之后，他广为人知的其他金融理论也把阿尔法作为了重要的标识。

第6章
寻找及执行可持续的投资和风险管理策略

现在，让我们梳理一下截至目前从本书中得到的启发。主动型投资管理行不通，经验和证据告诉了我们这一点，但如今我们还知道了其无法运转的内在原理。我们发现，利用指数基金建立投资组合，要比投资主动型共同基金要好得多，但指数投资也有自身的不足。根据三因素模型，可以对指数投资加以改进。

如今，既然已经知道了完整的背景解读和信息内容，我们又该如何制定可以执行、利用的投资策略，从而支持自己的长期投资呢？这就是本章试图回答的问题。

继续找寻可持续的投资策略

由于本书的目的是为了让你避免重复我的错误，也由于其他人犯的错误具有生动的警示意义，我把自己在第1章和第2章里起头的那几段故事讲完，说明我是如何找到可持续的投资策略的。我的同事把这个故事称为“公车上的规矩”，他们已经听了无数次。但相关的故事却改变了我的生活，也对塔拉证券的整个业务模式产生了重要影响。现在我仍然会讲述这个故事，因为它对我如今的业务活动十分重要。

1994年，我整装出发，准备参加嘉信理财在菲尼克斯针对机构投资者的会议。这次我希望可以接触到一群更高水平的聪明人。我认为，我将会提升公司的零售业务，因为嘉信理财在机构投资层面为我

们提供了一些知名人员名录。这次会议还为我提供了一个机会，让我可以与其他咨询顾问交流。

到达菲尼克斯之后，我开始询问其他咨询顾问，他们是如何利用优化方案的。我讲述了自己是如何钻研优化方案，并对其施加限制，从而使自己不受那些在REITs中比例过高的投资组合的约束。我很惊讶地得知，许多咨询顾问根本没有尝试使用优化方案或其他分析程序，他们说自己只是简单地提出资产配置方案，而这种做法，正是我在开始使用优化软件的时候所要极力避免的。

威廉·夏普是1990年的诺贝尔奖获得者，我们在第5章中讨论过他具有开创性意义的资本资产定价模型，他也是本次会议的发言嘉宾之一。我期待着听到他的真知灼见。他问我们有多少人使用优化软件，我骄傲地举起了手，一同举手的还有约半数听众。然后他说："你们是否曾经注意过，只要把预期收益数据改变一点点，就会导致完全不同的结果？"这真是让我脑洞大开！这是一个顿悟的时刻。我意识到，自己不能再依赖优化软件了。实际上，我当时已经不再完全依赖纯粹的优化方案了，因为我需要对它施加一定的限制，以免受到一些稀奇古怪的结果困扰。尽管在现实中，从我首次使用优化方案以来，软件技术已经取得了长足进步，如今它可以在3分钟之内模拟5 000种场景，但这种威力十足的软件存在重要缺陷。

本次会议的参展商包括一些重要机构的投资经理，他们不向零售客户提供服务。在参展商交流的过程中，他们都会分发小纪念品或者荧光仪，我认为自己终于在这里找到了那些"真正的聪明人"。

在一个冷清的角落里，我发现了一个没有纪念品也没拿宣传页的家伙。当我问他从事什么工作时，他的回答类似是"我为一家企业工作，我们从事的是一种复杂的学术研究活动"。他手里没有宣传材料或纪念品，只有一份发售说明书。

发现空间基金管理公司

会议结束之后，在去往机场的班车上，我遇到了一位密歇根州卡拉马祖的怪人，他名字叫杰克·米勒（Jake Miller），他责怪我说不应该收集纪念品，跟那些花哨的投资经理交流。让我惊奇的是，当看到我手里拿着空间基金管理这家无名公司的发售说明书的时候，他向我解释说，他是一名付费咨询顾问，在小镇里有一大笔业务。我问他为什么使用空间基金管理公司的产品。

他解释说："你看，20世纪80年代早期，我曾经管理着40亿美元的养老金资金。对于你关注的所有机构投资人，我都听说过。而他们的水平都很差劲，从他们那里你得到的业绩大同小异。"在45分钟的班车行驶过程中，他向我讲授了他之前试图选择主动型投资经理的经历，他的经历与我的想法不谋而合，除了他把这些想法落到现实的时间，要比我长30年。

我最终参加了一次空间基金管理公司举办的会议，这次会议是专门针对使用其基金产品的咨询顾问的。正如其他每一位参会的咨询顾问一样，我也有许多问题有待解答。空间基金管理公司的发言人和经理都是学术型的，他们进行答复和预测的唯一依据就是数据资料，但并不是5年或10年的数据。他们认为，没有至少50年的数据，你是不可能对财务事项或金融市场有所了解的，当然时间跨度越长越好。

我终于找到了一家投资公司，有了之前对主动型投资经理业绩不佳的观察，这家公司与我的想法高度吻合。空间基金管理公司的专家学者让我明白了，为什么不可能预测市场的未来走向，为什么不可能确定到底谁才是下一个沃伦·巴菲特。这些人对有效市场的坚定信念，十分切合我对那些"真正的聪明人"的失望之情，他们今天可能很聪明，但明天就可能表现平平。我花了许多年的时间，用了许多的方法技巧，就是为了替客户找到最好的投资经理，结果却总是一样。

空间基金管理公司采用了我在第5章中所讨论过的现代投资组合理论，该理论认为，从长期来看，主动型投资经理都将失败。我们可以从经验事实中得出这一结论，因为市场从根本上来说是有效的。按照定义，个人投资者或投资经理不可能获取内部信息，从而在市场上取得优势地位。这就意味着，股票一直是合理定价的，当然也会有一些例外情况，股票有时候可能会错误定价，但你又如何能够持续发现这些情况呢？你可以尝试一下，但最终难以成功。所以，你最好还是相信，市场确实是有效的。

空间基金管理公司除了具备这些针对市场的学术和理论方法之外，还能够提供纯粹的资产类共同基金，这些基金并不是主动型产品，而是高度分散化的股票投资组合，并需要满足特定的资产类别标准。空间基金管理公司每种特定资产类别的基金产品可能包含成百上千只独立的股票产品，每种资产类基金都包括满足特定筛查标准的各种股票，其标准通常包括规模和价值/成长特点等。

回到塔拉证券之后，我宣布，空间基金管理公司的那群人向我揭示了市场的一些重要事实。在开始使用空间基金管理公司的产品以后，我们自然信任它，但并非100%信任，也不确定市场是否对它给予100%的信任。我们希望以空间基金管理公司的产品为核心建立起投资模型，但同时也决定纳入部分此前就联系过的无佣金基金，这些基金的投资经理广为人知，其交易记录清晰可查，可以为我们的客户创造价值。

经历网络泡沫

我们继续推进这个项目，并通过公司的咨询顾问推荐给我们的客户，以此度过了1994年、1995年和1996年，但随后股票市场的科技板块开始起飞。有效市场的概念难以为人接受，因为大量个人投资者认

为，他们自己在科技浪潮中已经发现了投资的真谛。我们的投资方案提供了高度分散化的投资方式，使用的资产多达13类。根据我们的投资理论，我们继续购买小型公司和价值型的基金产品，尽管它们当时并不受追捧。同时，科技板块作为资产类别中的众多板块之一，每年上涨幅度高达30%～40%。个人投资者认为，他们已经无须咨询顾问的帮助，并且忙于对自己的投资账户进行在线交易。

客户说他们可以做得比我们更好。在网络泡沫上升的那些年里，我们的投资组合当然也出现了增长，但幅度不如那些纯粹的科技股投资组合。仍然投资于我们的客户（并没有通过在线交易直接进行市场投资）不断地向我们公司及咨询顾问呼吁，要购买更多的科技类股票。当时，以标准普尔500指数为参照的股票投资组合中，科技类股票的比例约为30%～40%，因此我们声称，公司将不会购买超过该比例的科技股。对我来说，最艰难的是2000年1月，当时的情形看起来好像是，每当我环顾四周的时候，就有人告诉我说，我们已经进入了新的时代，公司股价无须收益或盈利能力的支撑，你可以根据那些激励企业创始人创业的梦想，挑选相关的股票。但是我们坚持自己的观点，坚守我们的13类资产投资，我跟其他人说，对于资产配置和多元化的信念，我已经坚守了15年，不可能在某一个早上醒来的时候，就把自己的理念全盘推翻。

随后股市暴跌，有些人损失了一辈子的储蓄。在我的客户中，我曾经要求其中一些人卖掉其朗讯和思科（Cisco）的股票。但他们没有这样做，然后就遭受了惨重的损失。我一个朋友，他的儿子20岁，之前用2 000美元买了一些科技股，随后股票价格飙升，最终其价值高达75万美元。我坐下来跟他详细地解释为什么需要卖掉这些股票，然后买入一些定期储蓄产品。当然，他没有听进去我的建议，最后失去了一切，一文不名。想象一下，他承受了多么惨重的教训！这个例子比较特殊，可以说是因为他年轻没有经验，但拉斯维加斯综合征可不仅限于年轻人。这并不是简单的贪婪所致，与此相关的是得手之后，就

会感到不可抑制的胜利渴望，然后决定一切信马由缰。行为金融学认为，我们大多数人可能不会说：“现在已经够了，让我们把部分奖励落袋为安吧。”我们会沉迷于这样的信念，认为现在上涨的还将继续上涨，如果卖得太早，我们将会失去最后的那部分利润，而这就是拉斯维加斯赌场运作的根基。

我们的投资组合表现平稳。这段期间，公司的税务专业咨询顾问极度繁忙，与客户进行沟通交流。他们具有会计背景，这与传统经纪人普遍拥有销售背景不同，传统经纪人中有许多人发现自己难以满足客户的目标，在资产配置方面也难以坚持自己的立场。网络泡沫的这些年属于一段疯狂的时期，但我们的价值终于得到了人们的重新认可。我们学到了重要的一课：只要坚持自己的投资风格，我们就会运转良好。

放弃主动型投资经理

我们还学到了另外一个有趣的教训。我们发现，最好是只利用空间基金管理公司的基金进行权益投资。我们仍然在使用的少数几只主动型基金产品，也存在风格漂移的问题，这些年来一直给我们造成困扰，情况没有什么变化。只要认为可以提高投资业绩，主动型的投资经理就会把投资扩大到自己声称的投资范围之外，而不管基金属于免佣基金还是收费基金。我们原本以为，从这些五星基金中，有可能发现一些优秀的投资经理，但如今我们彻底放弃了。试图找到那些最优秀的主动型投资经理，这已经不再是我们的追求了。实际上就没有所谓的最优投资经理，如果还想找到他们，我们注定会失望。相反，我们对客户的价值服务理念已经变成了：让我们替你找到一个长期可持续的投资策略。

这并不意味着，我今天就能让你大获成功。我可以坦白承认，自己无法获得这种成功，同时我认为其他人也不能，因为该目标并不存在。我可以帮助客户管理其财富，但无法仅仅通过投资让他们发家致

富。完成比赛要比试图赢得比赛更加重要。试图赢得比赛，通常会让我们承担过多风险，而完成比赛则意味着实现自己的目标并承担少一点的风险。财富的创造要通过长期的节俭和风险管理才能实现。

作为一名咨询顾问，我的工作是帮助客户管理其资产。如果你正处于财富积累的低谷期，我可以帮你积累并维持财富，却无法让你实现每年20%~30%的收益，我甚至都不会试图这样做。对于那些储蓄不足的人来说，他们常常被迫承担过高的风险以弥补这个问题的存在。

因此，我们现在就知道了公司投资运作的理论基石。利用这些投资理念，我们如何才能设计并执行相应的投资策略呢?

找到工作方法

你现在可能很好奇，希望知道如何才能执行这种投资策略。市面上没有称为法玛/弗兰奇的共同基金产品。如今你也知道，即使你想找到主动型投资经理，其基金产品名字上挂着增长型或价值型的名号，这也并不意味着，这位投资经理就会坚守这种类型的投资风格。

现在，让我们说回空间基金管理公司，这家机构投资人采用了法玛和弗兰奇的研究成果，在三因素模型的基础上，设计出特定资产类别的共同基金产品，其基金有连续的投资风格，内部成本和管理费用极低。他们对基金进行被动式管理，这就意味着如果一只股票符合特定的资产类别，那不管投资经理看法如何，也不管公司财务状况怎样（空间基金管理公司有一定的筛选标准，不会把那些即将破产或者不良状况明显的公司纳入其中），它都会被纳入进来。

空间基金管理公司构建的资产类共同基金并不是主动型管理产品，认清这一点十分重要。我们最终逃离了主动型投资经理的掌控，他们认为由他们管理共同基金是自然而然的原则性要求。对被动型投资经理来说，他们不会根据人们对股票价值的看法而做出选择；他们

做出选择的唯一标准，就是股票或债券是否具备该类资产的特征。这同时降低了选股的人为因素和运气成分。每种资产类共同基金都会把符合其特点的股票囊括在内，这可能包括几十种甚至上百种股票。也就是说，根据股票的规模、账面价值与价格的比例关系，可以把该股票列入某类资产中，而不管其假定的未来收益，也不考虑他人对其成长前景的看法。因为这些投资经理和我都认为，业绩表现是随机的，试图找到本年的最佳股票是不可能完成的任务，而作为投资者，应当把所有符合条件的股票都收入囊中。

如何才能利用空间基金管理公司的基金产品呢？空间基金管理公司是一家机构基金管理者，并不直接面向个人客户，因为公司不想产生频繁的资金流入和流出（从而产生税收问题）。截至我写作本书的时候，如果你希望购买该自动化的资产类共同基金，就需要借助一位收费咨询顾问的帮助，让他帮你设计出符合你自身特点的资产配置策略。你也可以通过指数基金或者ETFs，从而达到类似小型企业股票价值策略投资的效果。

因此，如今我们拥有了一项投资策略，该策略是基于长期的投资表现，而不是一位热门投资经理的交易记录。该策略带来了比整体市场更高的回报水平。如果这么好的话，为什么你从没有听过这项投资策略呢？因为推广这么一项低成本的投资策略不符合华尔街的利益，也会显得他们的研究工作不合时宜。华尔街的分析员和专家学者们通过其研究工作，将自己的观点与投资者共享，每年因此攫取数以亿计的利润，而该策略认为，他们的这些工作完全是多余的。

有些投资者可能认为，仅仅通过购买指数基金就可以取得最好的投资业绩。尽管对投资者的钱包和未来来说，与在主动型投资经理身上赌博相比较，购买指数基金要好很多，但我所推荐的投资策略并不是指数型投资策略。正如第5章所说，构建指数的目的是为了作为市场特定板块的近似指标。除此之外，他们还被当作衡量主动型投资经理

投资业绩的基准。如果没有对比指标，你如何才能衡量主动型投资经理的投资业绩呢？与此形成对比的是，资产类别是指一系列债券的组合，该类债券具有相同的风险和回报特征。我所建议投资的小型价值类资产，就是投资于纯粹的、自动化资产类共同基金，通过法玛/弗兰奇三因素模型中所讲的小规模、价值型和风格因素倾斜等特征，来获取增量回报。

主动型投资管理的成本

本书中，我已经讨论过主动型投资管理，这意味着（成本较高的）投资经理根据个人判断、各种观点、市场调研和股票分析，积极购入和卖出股票。与此形成对比的是被动型投资管理，这是一种购买并持有的投资策略，试图通过广泛的资产大类投资或承担市场风险，取得持续的投资回报。这种投资管理并不会根据调研、判断或主观看法，而把一只股票纳入其中或排除在投资范围之外。

现在，我们假设有一位主动型投资经理，他认为自己十分优秀，不仅能够弥补佣金成本和其他相关的隐性成本，还能做得更好。

无知可能是一种幸福，但如果对主动型管理的基金成本视而不见，那就可能付出高昂的代价。共同基金面临两种成本，会导致其收益下降。费用率是指每年从基金资产中拿出的费用额度。交易成本并没有包括在费用率中，当基金进行股票买卖的时候就会发生。如同个人投资者一样，主动型投资经理在买卖证券的时候，也需要付出交易成本，但与零售投资者相比，他们交易成本的支付规模有所差异。主动型投资经理很少会意识到，其所实施的每笔主动交易，都存在交易成本，但这些成本完美地隐藏在相应的投资业绩中，在基金说明书中是无法看到这一点的。这些隐藏的成本会对投资业绩带来额外的负担，进一步降低投资回报水平。

这些成本并没有体现在投资报告的费用率中。零阿尔法集团对超过5 000只国内权益基金进行调查，其研究结果表明这些基金的平均交易成本高达其公开披露费用的43%。在某些情况下，未报告的交易成本甚至超过了基金的年度费用率。

约翰·鲍格尔在他的著作《共同基金必胜法则：聪明投资者的新策略》（*Bogle on Mutual Funds:New Perspectives for the Intelligent Investor*）（欧文专业出版公司，1994年）中说，这些隐性成本很难准确跟踪，它是由经纪人佣金和市场冲击成本构成，其中经纪人佣金需要向美国证监会报告，因此可以量化，而市场冲击成本，也就是证券买卖对价格的影响却很难衡量。股票买入可能会推高价格，而股票卖出可能会拉低价格。想象一下，在某一天，管理一只大规模基金的投资经理决定清空其全部IBM股票。他所出售的前1 000股或10 000股股票可能很容易被市场消化，但如果他想卖出10万股股票呢？如果他所卖的不是IBM公司的股票，而是一家小公司股票，而且这只股票交易量很小呢？在那种情况下，也许前1 000股挂单之后，该股票的市场行情就会出现大幅波动。

空间基金管理公司的投资经理使用独特的交易方式。他们并没有试图按照基点对基点的思路去迎合指数的业绩表现。与此相反，他们按照整体的原则进行交易。他们的交易很有耐心，等待市场形势变动。由于他们基本上持有市场上的每一种股票，如果某一特定时间一种股票不符合条件，另外一种可能符合。此外，市场流动性越强，也就是该小型价值股越受该投资策略的青睐，那安静地实施交易、在执行策略过程中不惊动市场的重要性就越高。当指数基金需要跟随指数变化的时候，下面的情况就会出现：你需要跟其他人一起，在同一天把相关交易执行完毕，此时这种低调的交易模式，就是确保你实现最高回报的上佳投资方式。

共同基金还需要报告其周转率，也就是在特定时间内，所持基金进行买卖交易即周转的额度。对于那些追逐市场波动、比较典型的主动型投资经理来说，他们的年度周转率可能超过100%甚至200%。与那些较为保守的买入并持有型的投资经理相比，上述投资经理的交易成本要高得多。在这种情况下，这些主动型的投资经理就需要有更好的运气，因为他们面临更高的交易费用。

为说明这些情况，鲍格尔预计交易成本平均为交易金额的0.6%。为了确定交易对基金的影响，他建议把周转率翻倍（以便说明买入效应和卖出效应），然后把该数据乘以0.6%。因此如果主动管理型的大型公司混合基金平均周转率为82%，报告的基金费用为135基点，把这两个因素加起来，我们得出的结论就是：需要从收益中扣除的总费用为231基点（或者2.331%）。鲍格尔的这种计算方法很有用，但并不精确，它只是提供了一个粗略的经验数据。自然，一只基金交易越活跃，其交易费用就越高。因此，由于周转率较高，主动管理型基金的交易成本要远高于被动管理型基金。而这一切还没有考虑以下因素，即如果管理大型基金的投资经理在一天之内大量卖出的时候，对股票市场价格的影响。主动管理型基金与被动管理型基金交易成本对比如表6.1所示。

表6.1 主动管理型基金与被动管理型基金交易成本对比

基金	周转率（%）	费用率（%）	交易成本率（%），鲍格尔测算	总费用和交易成本率（%）
空间基金管理公司，美国大型公司	6	0. 15	0. 07	0. 22
空间基金管理公司，美国大型价值企业	19	0. 28	0. 23	0. 51
被动管理型（指数）大型混合基金平均值	25	0. 59	0. 30	0. 89
主动管理型大型混合基金平均值	82	1. 35	0. 98	2. 33

资料来源：约翰·鲍格尔，《共同基金必胜法则：聪明投资者的新策略》，第204页；晨星公司截至2008年12月31日数据；空间基金管理公司以及领英财务咨询公司数据

根据空间基金管理公司的佣金减免和费用假设协议，空间基金管理公司同意把美国大型公司投资组合的直接和间接费用控制在基金费用总额的0.15%之内。

主动管理型大型混合基金是指大型公司混合基金，不含指数基金。

被动型投资策略或指数型投资策略执行交易的次数要少得多，因此交易成本也会降低，使得该策略的总体成本更低。但是，纯粹的指数型共同基金投资可能要遵循设定的投资模式，需要进行强制性交易操作。举例来说，标准普尔500指数基金需要进行买卖操作，以便维持所确认的500种股票。正如表6.1所示，对被动管理型大型混合基金来说，其总体平均成本率（0.89%）要比类似的DFA基金的成本率（0.22%）高4倍，却只是主动型大型混合基金成本率（2.33%）的1/3。这些成本费用会对净投资收益和最终资产造成严重的侵蚀。

如果认为100或者200个基点额度很小，无足轻重，那建议你再好好想想。从长期来看，这些费用会对净投资收益带来重大影响。当投资收益较低时，它们的重要性将更高。例如，如果预期总的投资收益率为4%，费用率为2%，那你就把半数的收益都用在了费用支付上。表6.2说明了在30年的时间跨度内，这些费用造成的收益差别。假设你最初拥有100万美元，总的投资收益率为6.5%。如果费用率分别为1%、2%和3%，要将其从每年的投资收益中减去，下面列出了投资的终值。从长期来看，这些很小的额度将会造成很大的差异。

表6.2 费用率造成的收益差别

费用率（%）	投资收益（美元）
1	4 983 951
2	3 745 318
3	2 806 794

资料来源：空间基金管理公司

无论如何，一个好的财务顾问总是会提醒投资者投资将面临哪些成本。高昂的佣金费用、潜在的交易成本以及较高的周转率等，这些情况应当尽量避免，但这些经常是主动型投资管理的组成部分。这会对你的投资收益造成严重拖累。通过被动型投资管理，遵循市场有效的理论假设，你就能避免这些重大的成本劣势。

执行可持续的投资策略

过去十几年间与空间基金管理公司的合作，对我来说是一段非常有价值的经历。空间基金管理公司一直行进在学术研究的前沿，而且截至本书写作的时候，它仍然在构建资产类共同基金方面属于独一无二的存在。但这种投资策略并不完全依赖于DFA，通过利用类似的共同基金或者其他公司的ETFs，我们也可以把这种策略推行下去。这并不是DFA策略，而是一种被动的、高度分散化的投资策略，其目的是利用基金产品和合适的资产配置来管理风险，同时通过投资于小型价值股来获得额外收益。空间基金管理公司的独到之处，在于其对法玛/弗兰奇策略的执行。不断进步的科学技术，使得指数基金供应商越来越容易推出更加完善的细分证券产品，因此也许未来会有一天，部分指数可能比现在更适合应用于这种投资策略。

我坚信，咨询顾问最重要的职责，就是设计出可持续、透明的投资策略，并可以在长期内有效运行。这意味着没有什么惊喜，比如

说，“喔，我从美国国际集团的投资中赚了10%”，或者“我根本不知道自己买了对冲基金，更不知道自己的运气还坏得很，6个月之后发现它根本没法变现了”。

随机资产类别

法玛和弗兰奇把三因素模型的应用拓展到了美国以外的资本市场。通过与空间基金管理公司合作，他们不断地调整共同基金的构成，以更好地体现大类资产组合，这样对于使用其共同基金产品的咨询顾问来说，就可以随心所欲地设计其需要的资产配置。他们还找到了其他具有较低关联度的大类资产，比如说REITs，以便更好地引领美国的资本市场投资，从而为市场提供更为广泛的大类资产选择。

图6.1描绘了空间基金管理公司所确认的主要大类资产，并按年列出了各类资产的业绩表现，表现最好的在最上面，最差的在最下面。大多数年份中都画了一条黑线，区分正收益和负收益。使用该图并向客户展示，一直是我工作的重要组成部分。你可以仔细看看这张图，我认为黑白图比彩图更具震撼力，然后请你告诉我，你从哪里可以看出投资风格。

你看不出投资风格？当然如此。因为大类资产的业绩表现并没有体现出什么风格，这也就是有效市场的特征所在，这也就是为什么主动型投资不会起作用的原因所在。

在看图6.1的时候，想一想这些年发生的大事。在发生战争、洪水、暴乱的年份，你发现投资风格了吗？我们再次发现，没有投资风格。某年可能是战争开始的年份，但这对市场可能是利好而非利空。即使在经济大萧条时期，许多大类资产仍可能是正收益。即使是2008年，尽管称其为大萧条以来经济最为困难的一年还有争议，但作为1931年以来市场收益第二差的年份，至少还有三类资产的收益是正的（图6.1中只包含其中两类，因为其中只收录了最主要的大类资产）。

的确，在危机期间，部分或许多大类权益资产会出现负收益，但具体有哪些大类资产呢？持续期间多长呢？这看起来是随机的。资产配置决策将发生作用。

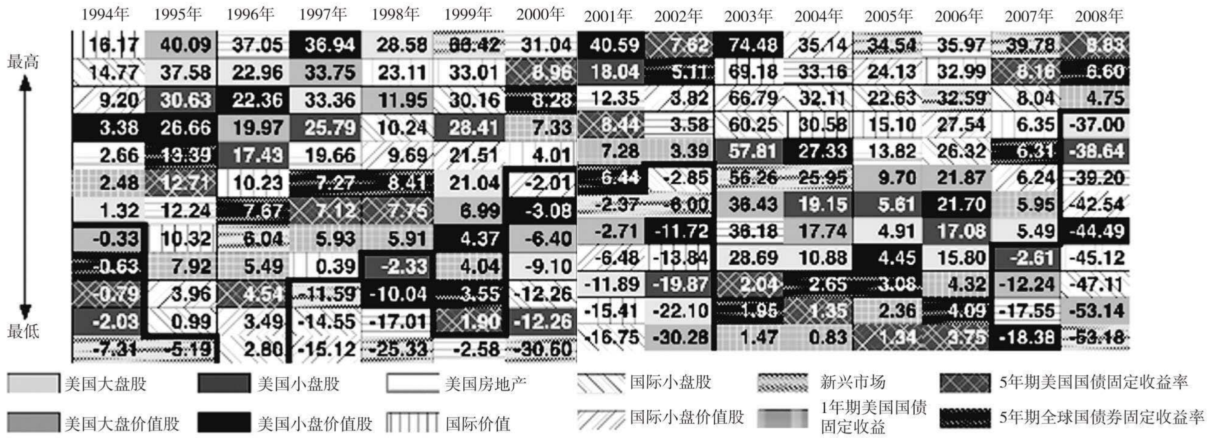


图6.1 大类资产的年度收益率

资料来源：空间基金管理公司

利用被动型投资策略的优势

被动型投资策略有一系列重要优势，我会依次对以下4个优势进行讨论，对于每一个优势的含义以及空间基金管理公司如何实施并进一步创造价值的情况进行说明。

（1）无须向收费高昂的投资经理和其他投资人支付佣金。在读财经新闻的时候，你有多少次看到投资经理每年拿到数百万甚至数十亿美元（部分对冲基金经理）？你认为谁是付款人？当你觉得是共同基金支付这些费用的时候，实际上就是说，是那些支付共同基金管理费用的人为这些投资经理发放薪酬。此外，对每一位共同基金投资经理来说，都拥有一群薪资不菲的研究分析师，他们用着昂贵先进的电脑、软件进行研究工作，并无一例外都在花哨的办公室里办公。

被动型管理的共同基金成本较低，可以抵消你雇用并支付咨询顾问的费用。当一位咨询顾问受雇于共同基金公司、保险公司或其他产品提供商时，针对你每项金融需求的解决方案，就是该顾问所推荐的

相关产品。我认为，对许多投资者来说，最好的解决方案是借助独立咨询顾问的帮助，这位独立咨询顾问应当保持客观，并努力维护你的利益。与购买那些评级很高的共同基金或股票产品相比，这无疑要有价值得多，因为我们已经看到，前者的投资业绩说明，这并非一种成功的投资策略。咨询顾问的收费可能与你向定价中等的主动型共同基金支付的费用相差无几，但拥有这样一位向你单线报告的咨询顾问，使用低成本的被动投资策略，才是成功投资的最佳范式。此外，对于接受美国证监会管理的咨询顾问，法律要求其必须把客户利益置于自身利益之上（称为受托责任），而一位注册咨询师仅仅需要满足适用性要求，这种谨慎程度显然更低。

（2）大幅降低了交易成本。由于DFA的股票交易并不活跃，因此其股票换手率极低，在与主动交易型基金相比的时候，这一点体现得更加明显。即使与指数基金相比，DFA股票的换手率也很低，因为当构成指数的股票发生变化时，指数基金需要及时进行股票买卖。这就是指数的重构过程，目的是为了准确跟踪该基金所代表的各项指数。由此引发的股票交易会带来不必要的收益和成本。某些情况下该成本相对较低，但有些情况则比较高，这要取决于跟踪的指数和市场交易量。

DFA及其他大类资产策略无须在特定时间进行重构。这可以降低投资成本，每年推升投资收益约2个百分点。参考表6.1看一下实际的投资结果。这种优势的得来源于不进行频繁交易，也无须跟踪指数指标。而在主动型基金投资中，这些额外费用需要从净收益中减去，投资者是得不到的。仅此一项，就说明了为什么许多被动型基金表现要优于主动型基金。把自己想象成一位主动型基金的投资经理，面临着超越指数的业绩压力，而你一开始就处于低两个百分点的劣势。

（3）显著降低了税费。对于那些投资于主动型基金的投资者来说，坏消息还不止于此：他们还面临交税的压力。主动型基金佣金率

和交易成本更高，而这些都会带来税费，并需要由投资者支付。通常来说，换手率越高，所缴税费就越高，因为当主动型基金卖出有所斩获的股票时，这些收益必须在交税之后才能给投资者。当市场行情看好的时候，主动型共同基金的投资者可能不会注意到税费对其收益的影响。每年共同基金都会给你一份税收报告，告诉你需要申报多少额度的短期和长期资本利得。如果形势不利，这些税费可能会使投资雪上加霜。例如，2007年市场行情看涨，许多共同基金投资者需要就其投资支付巨额税费，但2008年上半年的时候市场却大幅下行。2008年4月，共同基金的投资者支付了资本利得税，而此时该共同基金的价值实际上已经大幅下降了。对那些取得不菲收益的投资组合支付税费，这是一回事；而对那些已经损失惨重的投资组合支付税费，则又是另一回事。有时一年之中市场频繁波动，导致年底的时候，即使面对损失，投资者还是需要支付税费。投资者为此困惑不解，深感震惊。

只有当投资经理执行卖出操作，实现收益的时候，才会产生纳税义务。投资经理交易的越不频繁，应税行为就越少，这就是购买并持有这种投资策略的另外一个优势。如果想要投资者的财富随着时间不断增长，投资经理的各项投资行为所带来的收益，都必须超过交易成本和税收费用，而因为股票出售产生的资本利得税，从长期来看可能会大幅降低投资者的潜在回报。因此，被动管理的基金产品因为具有交易不频繁的特点，与那些换手率较高的基金产品相比，资本利得税通常较低。

由于意识到部分客户对税费比较敏感，而还有一些客户，他们很大一部分投资都放在税收递延账户中（比如说个人退休账户），由此针对价值股和小型公司股票等细分市场，空间基金管理公司提供了一些税收管理型投资策略。空间基金管理公司的税收管理型投资策略试图平滑投资的资本利得和损失。即使分红收益所需缴纳的税费要高于资本利得，传统的税务管理也经常会忽略权益投资组合所带来的分红收益。这对小型公司股票和价值股来说更是如此，因为它们比大型蓝

筹成长股分配的利润更多。其中存在的问题是，在减少分红的同时，不能影响那些可以为公司带来正常回报的有利因素。空间基金管理公司的税务管理策略会自动将应税收益和分红利得最小化，而不会影响特定的资产大类和投资的分散和多元。总而言之，空间基金管理公司所创造的资产大类投资为客户管理投资组合，不仅会追逐价值股和小型股的收益，还会降低交易和税务成本。

（4）避免了投资风格的漂移。空间基金管理公司的产品消除了投资风格漂移，而这曾经给我造成了多年的困扰。如果小型股投资经理认为，只要涉入大型公司蓝筹股，他就可以给投资者带来更好的收益，这个时候，你可以想象，当我在执行资产配置策略的时候，将会面临多大的困难？对于哪种股票属于哪种资产大类，空间基金管理公司有明确的规定，可以确定的是，不管市场行情上涨还是下跌，小型公司价值基金将会带来小公司的价值回报。

但被动型投资管理并不意味着一成不变。空间基金管理公司拥有一套现成的模式，不管各类资产中的个股如何变化，都可以保证每一大类资产的基金产品与市场的预期一致。当个股规模太大，不再属于小公司股票，或者从成长股变成价值股之后，空间基金管理公司就会对共同基金进行调整。被动型投资管理的意思，对于市场上符合大类资产条件的所有股票，共同基金都要把它们包含在内，而对于共同基金所实施的管理操作，唯一目的就是为了保持其大类资产的特点。

与此形成对比的是，通常来看，指数基金都不会代表某一特定的资产类别，这是其一。其二，指数通常每年重构一次，这中间的时间很长，就为特定股票规模变动或风格转换留下了空间。重构日之后，与上一重构日的情况相比，该指数可能在风格上已经出现了一定的漂移。其三，借助市场上可以保持其资产特点的大类资产，我也可以推行纯粹的资产配置策略。我真心希望，随着科技的不断发展，我们可以对指数基金和ETFs等进行更加精确的界定，让投资者甚至无须借助

空间基金管理公司的产品，就可以自己执行类似空间基金管理公司的资产配置策略。

理解市场波动

在我们深入探讨债券投资之前，我需要再次提醒你注意市场波动。

投资风险波动

要撇开风险讨论收益是不现实的。传统上人们对投资风险的认识是简单地认为投资业绩不佳，具体是指整体投资组合和部分投资业绩不佳。这么多年来，我认为自己学到的最重要的教训，正如马科维茨的真知灼见：管理资金和获取收益，其实都属于风险管理。

我们知道，学术上把风险定义为波动性，我们也没听说过其他的表示方式。当然，我们讨厌的波动是指市场下行的波动。当市场上涨的时候，没听说过有人还抱怨市场波动的。

市场是起伏不定的；标准普尔500指数（或其他股票指数）走低的月份与上涨的月份一样多。如果每个月都跟踪投资状况，那你很容易就会感到沮丧。实际上，正如我此前所说的，行为金融学研究表明，跟踪多变的月度投资表现，会让投资者或者过度保守，或者为了追求投资收益而进行过度频繁的交易。单月的投资业绩之间几乎毫无关联，从退休资金投资的长期视角来看，即使是一年的投资也没有多么重要。

关于市场波动，有两个重要的事实：

（1）市场波动或市场风险，正是股票带来回报的原因。股票市场的波动代表了股票市场的风险，而这一风险，正是股票具有比固定收益债券更高的长期回报的原因。

（2）管理风险而不是试图消除风险，会为投资者带来更高的投资回报和更良好的投资体验。

为了管理风险，你首先需要衡量风险。在第5章，我对风险及风险度量进行了总结。对市场风险的讨论，总是以市场波动为出发点，即股票价格上下波动的频繁程度和幅度，市场风险通常以标准差来表示，这是我们用以表示波动性的统计术语。

总而言之：标准差是一个相对指标，衡量的是在一段历史期间内，实际收益与平均投资收益的偏离程度。股票实际收益与平均收益（或预期收益）的差异越大，标准差就越大。标准差越大，波动性就越大，市场风险也就越高。

表6.3是一个完全假定的情形，表明较高的波动性会带来较低的综合收益。投资组合A波动性很高，简单平均收益率为12%，而投资组合B的简单平均收益率较低，为8%。但投资组合B的平均年度复核总收益率更高，最后的资产也更高，因为在带来投资回报之前，该投资组合并没有遭受需要弥补的损失。

表6.3 更高的波动性提高了风险，降低了收益——假设举例

年份	投资组合 A		投资组合 B	
	收益（%）	总计（美元）	收益（%）	总计（美元）
1	18	118 000	8	108 000
2	35	159 300	8	116 640
3	21	192 753	8	125 971
4	−50	96 377	8	136 049
5	36	131 072	8	146 933
	12*		8*	
	5.6△		8△	

注：*为简单平均收益率；△为平均年度复合总收益率。
资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司

总体来说，管理风险就意味着要放弃得到最高市场回报的奢望，而是希望在长期内得到可持续的投资回报。表6.3说明，较低的波动性实际上可以带来更高的投资回报。当更低的波动性使得投资亏损较少的时候，那就更有可能带来更高的投资回报。

投资者可能搞不清波动和损失，但它们并非是同样的东西。如果在市场底部卖出股票，那你就会遭受损失，但长期持有投资所经历的市场波动与损失是两回事。我们都希望避免损失，但我们能够做的，是管理好市场波动。市场波动可能会影响个股，导致其价值出现永久的损失，但广泛分散的投资组合只受市场风险的影响，而不受个别股票、投资经理和选股人等非系统风险的冲击。

引入债券

债券也是我们投资组合的重要组成部分。如果运用得当，债券可以降低投资组合的波动性和日常价值的震荡幅度，在股票市场低落的时候还可以提供下跌保护。

投资者通常认为，债券属于一种安全的投资，却不知道债券也承担了不少风险。如果运用不当，投资者就会得到意想不到的投资结

果。

债券内在的风险主要有两种形式：

（1）信用风险。债券发行人违约的风险可能比较低，但不管怎么说这种风险是存在的。特定证券的风险水平体现在其评级上（A，AA等），但没有任何评级机构知晓某一债券发行人的所有情况。

（2）利率风险。利率风险会影响债券价格：利率提高会导致现有债券价格下降；债券到期时限越长，利率变动对债券价值的影响就越大。此外，债券到期时限越长，市场利率发生变化的可能性就越大，因此也会加大债券价格的波动。

在选择债券的时候，投资者经常关注其整体回报率，而不关心债券的到期时限。与到期时限较短的债券相比，时限较长的债券投机性更强，提供的收益率更高，这导致了许多投资者为了追求收益率而选择这些债券。但很多时候，相对于风险的增加，因投资债券所带来的回报率的增加是微不足道的，因为利率会随着时间的推移而出现波动。通常投资者并没有因为这些额外风险而得到全部的补偿。

表6.4中，收益最低的是到期时限最短的固定收益债券，即1月期国债。从到期时限最短到最长（20年期政府债券），收益水平平稳增加，从不足6%直至超过7.5%。

表6.4 短期债券和长期债券的波动性和风险对比（1964～2008年）

期限	年度复合收益率（%）	年度标准差（%）
1月期国债	5.69	0.78
6月期国债指数	6.46	1.14
1年期国债指数	6.66	1.80
5年期国债	7.50	5.46
20年期政府债券	7.87	10.22

资料来源：空间基金管理公司和通用金融咨询服务有限公司

标准差也是衡量风险的一个指标。可以看出，风险/收益率的跳升，出现在1年期国债和5年期国债之间，其风险急剧攀升：5.46约为1.8的3倍，然后10.22几乎是5.46的2倍。从1年期国债到20年期政府债券，你获得的是121个基点的额外收益，但作为交换，承担的风险约为5倍之多。我们的投资组合只针对不超过1年或2年的固定收益债券，这就是原因所在。

表6.4使用了年度复合收益率数据，意思是分红和资本利得都进行了再投资。

投资于到期时限较长的基金产品，并不会对提高投资收益产生很大影响，却会显著提高风险。但投资者依然持续购买那些10～20年期的债券产品，这看起来有两个原因：

（1）投资者追逐收益。通常来说，这就意味着他们会购买到期时限较长以及/或者质量较低的债券。

（2）通过销售到期时限较长的债券，经纪人可以赚到更多的钱（这是由债券的基本数学方法决定的，而这超出了本书这一小部分的讨论范围）。

许多投资者会抗议说，第二条原因并不适用于自己的情况，因为当购买指定债券的时候，并没有什么佣金费用。同样，这种情况的出现也只有两个可能的原因：

（1）经纪人乐意免费工作（想想你对在华尔街工作的那群人的印象）。

（2）佣金费用被掩盖起来了。不管是在华尔街还是在其他地方，看起来很少会有人愿意免费工作，因此我们可以比较可靠地认为，第

二种情况的可能性更高。那这一切是如何实现的呢?

许多时候，经纪人从经纪公司的仓库中向公众出售债券，为债券造势（价格上涨），因此佣金并不明显。这当然会减少整个投资过程的收益水平。对到期时限最长的债券，经纪人所做的粉饰最多，这同样是基于债券的基本数学原理。同时，经纪公司经常以折扣价购入大量债券，当其向市场以折扣之前的价格出售债券的时候，也会提高公司的利润水平。

债券投资的一些注意因素

下面列出了债券投资一些应当注意的因素：

（1）避免信用风险。证券分很多种，有些十分复杂。我们一定要把规避信用风险放在重要位置。要记住，今天的AAA级债券，可能就是明天的安然。总体来说，规避信用风险并不困难：购买美国政府债券（也称为国库券）或有保险的市政债券和国债。购买那些相对期限较短、评级较高的债券也可以降低信用风险。

（2）把债券投资策略保持在安全水平。在许多合格的投资顾问看来，投资组合中的债券占比就是该组合的安全边际。对于试图预测利率或通过延长到期期限而提高收益率的投资策略，我们要尽量避免。

（3）价格不确定。对于从经纪人那里购买了长期债券的投资者来说，随后他们就会希望到期日能短一些，但最后可能发现他们这样做的后果，从经济上来说还不如从一开始就购买那些短期投资工具呢。减少到期日要求投资者在证券到期之前就执行卖出操作。只有借助经纪公司的声明，投资者才能估计出来自己手里的债券价值几何。不幸的是，除了国库券，经纪公司声明中所列的债券价格都仅仅是预估值。此外，你从债券投资中获得的收益并不是公开声称的收益率，这与你购买债券支付的价款有关。因此，当投资者真心希望清空手里的

投资时，他可能发现手里的债券价值比预计的要低5%，甚至更多。想象一下，当你原本预期可以得到全额偿付的时候，自己手里10万美元的投资却损失了5 000美元，这将是什么样的场景。如果一开始就购买到期日较短的投资工具，这可能就会是一笔不错的投资，最后也根本不用面对可能出现整体损失的结果。

（4）莽撞的预测。国债的市场规模都很大，甚至超过了纽约股票交易所每天的交易量。美联储只控制短期的利率水平，这就意味着，尽管美联储的政策措施对长期贷款利率会产生影响，但市场才是真正的利率决定者。试图预测利率的长期走向，就如同试图预测股票市场的走势一样，不仅十分困难，而且注定徒劳无功。

（5）投资组合内部的债券投资。一项投资组合中，债券发挥着价值稳定的作用，属于投资组合的安全边际，要充分发挥债券的作用，将投资组合中债券投资的信用风险降到最低。在所使用的投资策略中，大多数情况下，我都会选用共同基金产品，以其作为投资组合中的固定收益部分，同时共同基金的分散化投资也会将信用风险降到最低。如果是涉及个别债券，我只购买美国政府发行的短期、中期和长期国债，或者有保险的市政债券（对该类债券的保险可以消除信用风险）。通过购买5年之内到期的债券产品，我们可以将利率降到最低。最后一点，在购买市政债券的时候，我从来不会充当经纪人的角色。

构建投资组合：重仓价值股和小型股可以提高投资业绩

在第5章里，我对指数基金进行了界定，并提到指数基金是对主动型投资管理这种旧的投资方式的改进。但指数基金并不是我最终的选择：我揭示了法玛和弗兰奇的三因素模型，该模型认为，向小型股和

价值企业进行倾斜，从长期来看可以带来2～3个百分点的额外投资收益。

对此还有一点警示，那就是市场不可预测，它起伏波动而且随机游走。这就意味着，你根本无法预测哪年可以超越指数收益，而哪年空间基金管理公司的投资组合会表现不佳。你所知道的全部信息，就是这种投资策略从长期来看是有效的，我们将长期界定为学界所用的83年的数据资料。在诸如2008这样的年份，在下跌的形势下市场看起来是完全相关的，此时我们很难想起这种投资策略强有力的理论基础。即便如此，长期来看该策略过去是有效的，而且空间基金管理公司的员工、我在富勒姆财务管理有限责任公司的同事，还有许多利用这一投资策略的其他人，都坚信未来它将继续有效。对于我所推荐的投资策略，我们也可以以图形的方式呈现出来，尽管许多人可能发现，这种演示的技术性特征比较强。

根据公司规模（从小公司到大公司）和风格（从价值股到成长股）进行分类，图6.2把美国的上市公司股票分成了4个象限。你可以看到，标准普尔500指数位于图形的底部。该指数所纳入的股票，大多属于市值最高的那些成长股。由于威尔夏5 000指数代表的是市场整体情况，因此其位于小公司和大公司、价值股和成长股的交界处。为取得更高的投资收益，不管是与标准普尔500指数相比，还是与市场整体相比，我们构建的投资组合都要纳入更多的价值股和小公司股。我认为从长期来看，这可以为投资者带来风险/回报的相对优势。

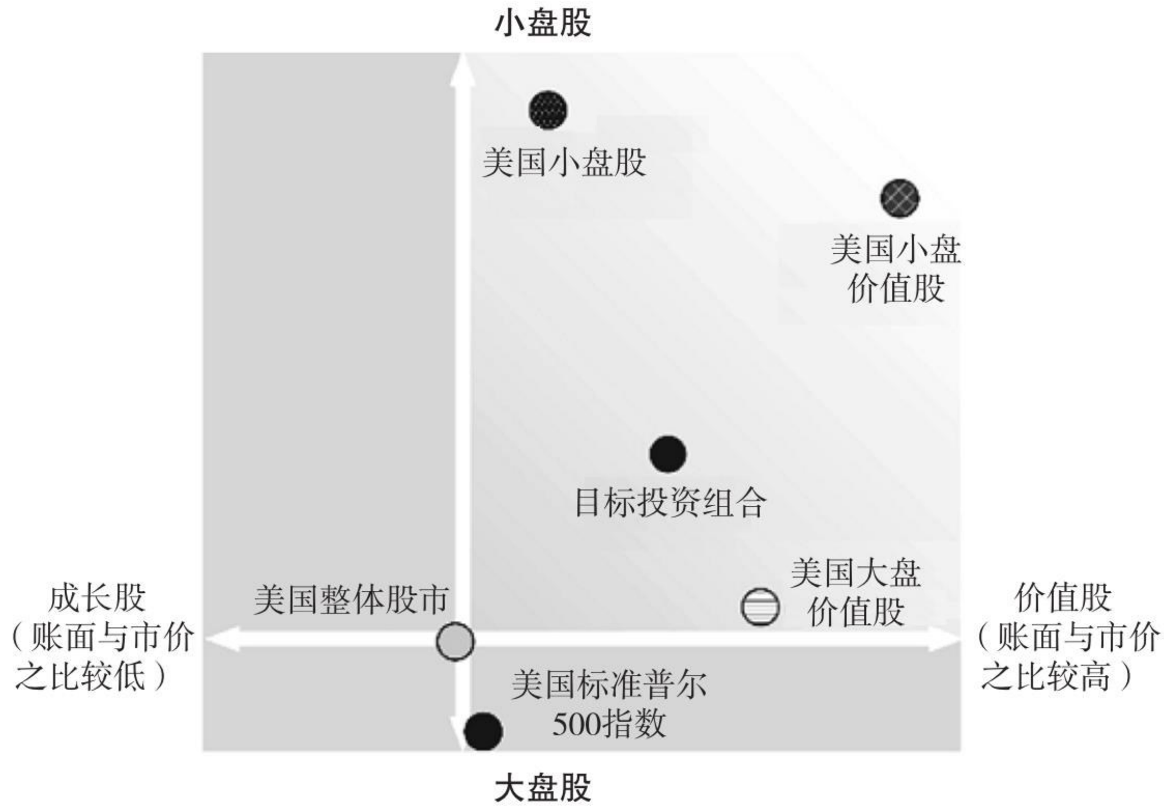


图6.2 美国上市公司股票分类

这就要求你在进行投资时，要站到财经杂志和其他咨询顾问对你灌输的各项要求的对立面去：你需要把自己的投资组合从那些蓝筹企业中抽出来，适当地投向那些小型价值企业。你是否还需要把运转良好的大型企业股票放在自己的投资组合里呢？当然是的，但不要因此而排除其他的大类资产。

利用法玛/弗兰奇的投资策略，较大幅度地投资于小型价值股，可以使你的预期投资回报率较市场水平（也就是我们所说的贝塔）提高2～3个百分点。对投资者来说，这将会极大提高投资组合的最终价值，而很少有主动型的投资经理可以做到这一点。

构建投资组合

表6.5列出了使用法玛/弗兰奇投资策略的两个投资组合。我们一般首先会列出投资组合中的权益投资额度，80/20的投资组合是指权益投资占80%，但分散投资于11种大类资产中，其中有两类属于固定收益资产；50/50的投资组合属于半数权益类、半数债券类投资。

表6.5 部分样本投资组合

	80/20	50/50
短期固定收益（巴克莱资本1~5年期美国国债指数）	5.00%	12.50%
通货膨胀保护型固定收益（巴克莱资本美国TIPS指数）	5.00%	12.50%
新兴市场（空间基金管理公司等权新兴市场指数）	7.20%	4.50%
国际价值投资（空间基金管理公司国际调整市场指数）	14.40%	9.00%
空间基金管理公司国际小型企业价值指数	7.20%	4.50%
侧重小型价值企业的国际指数（空间基金管理公司美国市场2类前微调整指数）	18.40%	11.50%
小型公司混合投资（空间基金管理公司美国小型公司指数）	3.20%	2.00%
小型公司价值投资（空间基金管理公司美国目标价值指数）	7.20%	4.50%
道琼斯威尔夏REIT指数	8.00%	5.00%
全球债券（全球政府债券综合指数，花旗集团对冲）	5.00%	12.50%
美林公司1年期美国政府债券指数	5.00%	12.50%
国际债券（MSCI EAFE指数均总）	7.20%	4.50%
大型公司混合投资（标准普尔500指数）	7.20%	4.50%
合计	100%	100%

资料来源：空间基金管理公司及富勒姆财务管理有限责任公司

现在我想看看在过去38年间，该投资组合的业绩表现。我们把1970年作为合适的起点，把2008年9月作为终点。有时候历史业绩的呈现形式，会受到指数所用的起始日的限制。

表6.6体现了我个人投资理念的核心思想。你可以看到，我所搭建的两类投资组合的收益情况，不管是全球中性的80/20组合，还是全球中性的50/50组合，其收益水平都高于标准普尔500指数，后者通常被

视为市场的整体表现，当然其构成是100%的股票。我的投资组合有20%～50%的低收益、低波动债券产品，其业绩表现更好。1美元的业绩情况是指，如果1970年我的投资组合以1美元开始，那到了2008年9月我将有多少收益。这通常也可以用成百上千美元的形式表示出来。如果1970年我有10 000美元，那39年之后我将拥有635 200美元。

表6.6 样本投资组合的风险和收益对比

	年度收益率（%）	价值增长（美元）	年度标准差（%）
全球中性 80/20	11.28	63.52	11.62
标准普尔 500 指数	9.69	36.24	15.41
全球中性 50/50	10.00	40.50	7.48

这一重要表格的最核心内容就是年度标准差，这代表了风险程度。尽管收益更高，但我的风险却低得多！标准普尔500指数的标准差是15.41%，与此形成对比，80/20投资组合的标准差为11.62%,50/50投资组合的标准差为7.48%。对于80/20的投资组合来说，我从中获得的收益大约要高16%，但风险却低30%。而对于50/50的投资组合来说，收益要略高，但风险却差不多是标准普尔500指数的一半！这在统计学上属于重大的影响因素。

要记住，这并不是对选股者的业绩跟踪，而是被动型大类资产投资的历史业绩，这一点十分重要。该投资策略并不依赖于选股者不断重复其点石成金的神奇本领，而这才是该投资策略真正的不凡之处。特定时间你会出现损失吗？是的，当然会。但这并不是因为一位水平不佳的投资经理的糟糕表现，这在很大程度上与你所使用的资产大类及其配置方式有关，属于可控的投资进程，只要根据12～14种大类资产的业绩表现，对其进行被动型投资管理，同时向小型公司和价值型公司进行投资倾斜，就可以取得上述投资成果。

表6.7再次说明了把视角拉长的重要性。1年期的数据可能比较吓人，但从长期来看这些波动将被拉平。投资者的大忌就是只关注短期波动，因为这样做会让你无法用长远的眼光看待问题。

表6.7 1970～2008年，最好及最差的投资回报

		1 年	5 年	10 年	20 年
全球中性 80/20	平均年收益	13.4	13.2	13.7	14.1
	最好回报	50.0	30.1	21.6	17.2
	最差回报	−35.6	0.3	6.2	8.6
标准普尔 500 指数	平均年收益	12.3	11.8	13.0	13.6
	最好回报	61.0	29.7	19.5	18.3
	最差回报	−38.9	−3.8	0.4	8.8
全球中性 50/50	平均年收益	11.2	11.3	11.7	12.0
	最好回报	34.9	22.9	17.3	14.1
	最差回报	−22.4	3.0	6.0	7.9

资料来源：空间基金管理公司及富勒姆财务管理有限责任公司

再平衡

通过严格实施投资组合的再平衡，我们可以进一步强化分散化投资的效果。这种风险管理技巧可以让我们更好地遵循投资的首要原则：低买高卖。当一类资产表现强劲或比较弱势，导致其超过或低于原先设定的投资比例时，投资再平衡可以将其调整回原先的仓位。举例来说，假设由于某类资产业绩良好，导致对小型价值股的投资比例由10%提高到15%，按照再平衡策略，我们将会卖出获益资产，重回10%的仓位，并用投资收益来购买那些业绩表现稍差或仓位不足的大类资产。这将使得投资组合回到原先设定的目标比例，而后者是根据投资者的风险偏好确定的。

由于表现较好的资产的权重会在投资组合中不断上升，而表现较差的资产的权重会不断下降，投资的再平衡就让我们可以对各个市场环境下的投资施加一定的约束，买入那些不受追捧的资产。我们知道，通常来说投资者都很容易情绪化，他们总是容易在低位的时候卖出，而在高位的时候大量买入。像系统再平衡这样的流程，可以帮我们克服情绪化的决策冲动，在长期内有利于投资组合的价值成长。保护投资者免于做出情绪化投资是我们服务价值理念的一部分。

投资的再平衡就是要卖出获利盘，购买那些低价股。投资再平衡实际上还可以帮你降低投资的波动性。表6.8演示了两种假定的投资组合，投资了50%的股票和50%的债券，其各自在过去20年间的业绩表现，并给出了每种投资组合的平均年度总收益和12月期的最大损失情况。A组合从未进行过再平衡操作；B组合业绩说明了，如果每年进行再平衡操作，那将会实现怎样的业绩。

表6.8 投资再平衡的效果

	存在再平衡操作	没有再平衡操作
平均年度总收益率（%）	8.42	7.96
12 月期的最大损失率（%）	−18.52	−25.62

注：1.时间截至2008年12月31日，仅为演示之用。本例是基于两类假设的投资组合，由50%的标准普尔500指数和50%的巴克莱资本综合债券指数构成。在20年的投资期间内，投资组合每年12月31日会进行再平衡操作。
2.最大损失是根据过去20年间12月期的滚动期间统计而来。
资料来源：空间基金管理公司和通用金融咨询服务有限公司

尽管两种投资组合在过去20年间的收益情况比较类似，但其波动性却存在显著差异。对未进行再平衡操作的投资组合来说，其12月期的最大损失率为25.62%，而每年进行再平衡操作的投资组合12月期最大损失率则为18.52%，前者比后者高了近800个基点。投资再平衡可以使投资组合收益免于遭受剧烈的下降，使投资者在长期内更容易坚守自己选择的投资方案。

投资再平衡十分重要，但在熊市环境下，从感性角度却很难执行。当把通常视为安全资产的债券变现，并将资金投入价值正处于下行通道的股票资产时，这种操作确实会降低投资组合的价值。从心理上讲，这并非易事。但再平衡操作最终所依赖的基础，是你认为市场和大类资产（而不是个别股票）终将升值的坚定信念。

投资再平衡所涉及的购买和出售操作，确实会带来税收问题，但我认为，投资组合再平衡所带来的收益，要高于相应的税收损失。这些税收影响的只是那些应税投资组合，而不涉及税收优惠投资（比如说个人退休账户）。

表6.9举了一个例子，展示了投资组合再平衡的实际操作过程。我们假设你有100万美元的投资，平均分布在四大类资产中，各类资产相互关联程度很低。本例中我们的目标是降低风险，在选择各类资产时，遵循的原则是各类资产互不关联，当一类资产价格走低时，另一类资产价格将上涨。为了使这种投资策略正常运作，很重要的一点就是，要把各类投资资产维持在其最初设定的比例水平上（本例中，每类资产占总资产的比例都是25%）。

表6.9 再平衡的情景假设演示（金额单元：万美元）

	大类资产 1	大类资产 2	大类资产 3	大类资产 4	总计
初始投资	25	25	25	25	100
收益率（%）	20	−10	5	5	
收益	5	−2. 5	1. 25	1. 25	5
净值	30	22. 5	26. 25	26. 25	105

资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司

现在，针对你所选定的四大类资产，根据表6.9，大类资产1上涨了20%，大类资产2下降了10%，而大类资产3和4分别上涨了5%。

在所选的投资期末，各类资产配置比例已经失衡：大类资产1由于收益较高，其权重已经高于其他类资产。在本例中，大类资产1应当售出3.75万美元，并投资于大类资产2，从而使各类资产均维持在26.25万美元的水平上。但对大多数投资者来说，这就产生了一种悖论：为什么要卖掉收益较好的资产呢？这主要有以下两个原因：

（1）由于资产收益的随机性和不可预测性，正如我们在图6.1中所看到的那样，今天的优胜股可能就是明天的垃圾股。

（2）与试图获得短期的最高收益相比，在投资组合的长期增值过程中，规避风险更为重要。

尽管可能与直觉不符，但研究表明，卖掉绩优股从而对资产配置进行再平衡，严格遵循该原则可以显著降低投资的波动性。表6.8再次说明了这一点，在该假定情况下，对于12月期间内的最大投资损失，再平衡与否可能存在30%的差别。

在实施再平衡策略的时候，唯一的困难在于，我还从来没有遇到过一位客户能够冷静地独立完成这一切。为什么？我们都希望购买更多的绩优股并抛弃垃圾股。我们情不自禁！在涉及金钱的时候，我们无法把情感因素搁置在一旁，采取我们理智上认为正确的行为。

可持续的投资策略中的风险容忍度及其影响

每个人处理风险和应对困境的方式都不相同。搞清楚一个人的风险容忍度，对设计出可持续的投资策略至关重要。研究表明，人们认为自己的风险容忍度要高于自己的实际表现，为此提供佐证的，是许多人一心希望从极端糟糕的市场中逃脱。在科技股泡沫期间我就见过许多这样的人，正如2008年我在自己的办公室里再次目睹的一样。

2008年的严峻形势让许多投资者清醒地看到，如今最坏的投资情景已经不仅仅存在于虚拟的假设情境中，而自己的风险容忍度并没有之前想象的那么高。就风险容忍度而言，人们想象的承受水平与实际承受能力之间的差异，会使投资策略的制定出现严重问题。如果你希望实现特定的收益水平，自己却无法承受特定的风险，那该怎么办呢?

举例来说，如果你的预期收益率是8%，但根据自己的风险容忍水平，只能取得6%的投资收益，这时候问题就出现了。你面临的两难问题是，如果采取更为激进的投资策略，可能难以持续，而如果采取较为保守的投资策略，可能就难以实现自己的目标。要解决这种冲突，你需要借助咨询顾问的帮助。大多数咨询顾问都会使用风险容忍度调查问卷，并遵循一些通用的指导原则。

在确定如何进行资产配置的时候，投资期间是最重要的考量原则之一。距离需要使用资金的期限越长，你就可以把更多（理论上）的资金投入到股票而非债券上。也就是说，如果短期之内不着急用钱，那你就可以承担更高的风险，因为如果资产价值下降，你可以有更多的时间等待其回升。因此，配置资产的第一步，就是要确定投资于股票的资产比例。下面有一个简单的公式:

（100-你的年龄）×100%=投资股票的比例

根据这个公式，如果你现在35岁，那就应当把65%的资产投资于股票。尽管这个公式很简单，却可以提供很好的参考。

即使那些即将实现自身财务目标的人，也可能犯下一些情绪化的错误，危及自己认为一直拥有的财务安全。在这种情况下，人们经常陷入两种相互对立的阵营之一。其中一群人希望，不管已经实现了的财务目标，要在股票上进行激进的投资，其原因是他们觉得投资竞赛从来不会终止。不幸的是，这往往并不可行，因为他们承担了超出自

己需求的风险。可以举个例子来说明这点，20世纪90年代很多退休者都过度投资股票，结果退休金损失惨重。

另一群人声称，他们不需要承担任何市场风险，而是把所有的钱都投资于债券或存款。不幸的是，他们并没有考虑税费和通货膨胀的风险。在过去50年间，定期存款和国库券基本上没有提供过税后和通货膨胀后的正收益。

举个简单的例子就可以说明这个道理：41年来平均的通货膨胀率为4.6%（我是利用自己的财务规划软件计算的该数据，第7章对此还有更多的介绍）。假定短期债券或定期存款的收益为4.5%，税率为33%，则税后收益为3%。去除通货膨胀因素，实际收益率为-1.6%（用税收收益减去通货膨胀率）。在税务局和通货膨胀拿走各自的那部分收益之后，你剩下的收益是负的。很少有人可以承受100%债券或固定收益标的的投资组合，因为扣除物价因素他们实际上每年都在赔钱。除了利得税，通货膨胀就如同在购买力上每年收取的税收一样，你需要逐年支付。

要确定某一投资组合中债券和股票的投资比例，其中涉及的问题十分复杂。这不仅涉及技术分析，还涉及情感因素。如果无法权衡好二者的关系，那你的投资策略很可能难以持续。如果把风险定义为波动性，那我们就需要搞清楚，市场波动是如何影响投资组合的最终价值的，以及它是如何影响你的情绪起伏的。

风险容忍度也取决于你生活中的其他因素。如果你是刚开始创业的企业家，那与你之后功成名就时相比，现在你投资的风险容忍度就要低一些。未来你生命中会有这样的时点，你感到已经小有所成，可以承担更高的投资风险了。有许多因素会影响你对风险的容忍度，而这在个人的一生当中并非是一成不变的。2008年年底，在艰难的市场环境下，许多人都降低了自己的风险投资，尽管具有讽刺意味的是，在熊市步履维艰的时候，可能也正是市场充满投资机会的时候。

对通过测试来衡量心理状况的心理学家来说，他对风险容忍度这个概念的使用方式，可能与我有所不同。从纯粹心理学的角度来看，风险容忍度是指一个人应对风险和损失的真实能力。作为财务规划师，这个概念要与让某人实现其财务目标的具体措施联系起来。

经历熊市

一方面，市场风险作为系统性风险是无法规避的;另一方面，根本没有不存在风险的市场，市场风险正是市场收益的来源。2007～2009年的市场让所有投资者都倍感痛苦，因此市场风险对我们来说好像就等价于熊市。当市场行情向好的时候，我们会把这些丢在脑后。当我们步入另一次牛市的时候，就会完全忘了，市场还曾经有下行的行情。

我喜欢引用哲人尼克·穆雷（Nick Murray）那极为生动的描绘，他说熊市就如同灰尘一样普遍，其发生的频繁程度远超我们的想象。而一旦熊市结束，我们就将其清扫干净。我们一直期盼着，上次的熊市真正成为最后一次。如往常一样，近年来我们都已经忘记了熊市的存在。2007年年底的大熊市让我们震惊不已，其原因我们已经在第3章进行了讨论。作为投资者，我们都倾向于对刚刚过去的事情进行夸大。作为普通人，我们也都喜欢强调刚刚过去的经历，而回忆的时候，过去往往显得比现实更加美好。

2003～2006年间，所有大类资产都转而取得了正收益。即使是2007年，大部分资产的收益也是正的，因此根据投资的方式不同，整体投资收益是比较可观的。2000～2002年科技泡沫破灭之后随之而来的那段负收益的经历，在现在看来已经是久远的记忆，回首往昔，此前的艰苦岁月看起来也不是那么刺眼了。

在2003～2007年这4年间，尽管收益要比正常水平低得多，但我们已经习惯了市场的波动性，因此也忘记了其他市场状况的模样。本次危机是大衰退以来最为严重的一次。大多数人都没有经历过大衰退，因此本次危机就是我们一生之中经历过的最严重的危机。当市场每类资产（除了极短期的固定收益债券，其中部分收益约为零）和每个板块都在下跌时候，你能逃向何方，又能做些什么呢？下跌高达两位数，下跌的幅度对财富造成了严重侵蚀，迫使很大一部分人不得不重新安排其退休计划。

每天我都会面临前所未有的情绪波动和各种压力。对年轻一些的客户来说，我与大多数市场专家一样，都相信市场会有强有力的复苏。问题是时机。对于美国出现熊市行情的频率，你有什么看法？你猜每10年一次？还是每15年一次？一旦出现熊市行情，你认为平均会持续多长时间？

答案让每个人都很惊讶。1900年以来，如果基于20%及以上的损失，每3年就会出现一次熊市行情，每3年！1900年以来，出现过31次类似的市场下跌。熊市行情会持续多长时间？平均持续367天，也就是一整年。再重复一次：根据100多年的数据资料，我们可以预料，每3年就会出现一次重大的熊市行情。上次熊市于2003年年底结束。从长期市场平均行情的历史视角来看，2008年的熊市其实已经是迟到了。

对于熊市行情的大部分数据来说，真正的问题在于，人们倾向于把目光投向标准普尔500指数，而这只是至少14类资产类别中的一种。利用我推荐的资产配置，投资于DFA共同基金，由此搭建的一个典型投资策略将会平均持有40个国家的10 000多只不同的股票。图6.1已经展示了各类资产业绩表现的随机性。因此当再谈起行情复苏的时候，我们不仅仅需要标准普尔500指数复苏,还需要14类资产中的5种、6种或者7种资产表现同时复苏。一旦危机开始稳定，各类资产之间较低甚至是负的相关性就会重新得以确立。

我们将去往何方

尽管引发本次危机的时间与以往相比有所不同，但与以往相同的是，经济依然经受住了本次动荡的考验，也与以往一样重新稳定了下来。尽管去年出现了各种重大事件，但我们并不认为，整个经济制度的根基已经发生了变化。我们依然可以期待，整体经济有能力接受经济周期的考验，而经济周期通常是由重大的经济或金融因素触发的。

当形势最为严峻的时候，就如同本次危机过程中的2007年一样，看起来持有100%的现金是最安全的举措。但我们认为，从长期来看，现金并非也不可能是最好的解决方案。对具有长期视野的投资者来说，我们认为实现其目标的最好方式就是持续投资于股票市场。表6.10说明了原因。

表6.10 牛市和熊市的业绩表现

标准普尔 500 指数的熊市和牛市；熊市期间	市场最高跌幅（%）	下跌后首年表现（%）	下跌后第二年表现（%）	下跌两年累积效应（%）
1957 年 7 月～1957 年 10 月	−21	31	10	44
1961 年 12 月～1962 年 6 月	−28	33	17	56
1966 年 2 月～1966 年 10 月	−22	33	7	42
1968 年 11 月～1970 年 5 月	−36	44	11	60
1973 年 1 月～1974 年 10 月	−48	38	21	67
1980 年 11 月～1982 年 8 月	−27	58	2	61
1987 年 8 月～1987 年 12 月	−34	21	21	56
1990 年 7 月～1990 年 10 月	−20	29	6	37
2000 年 3 月～2002 年 10 月	−49	34	8	43
平均	−32	36	12	54

资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司

如果把市场分为3类最基本的资产：现金、债券和股票，那在82年来滚动的10年期投资中，在这73期投资中现金只在其中的6期表现最好，而债券在其中的9期表现最好，股票则在其中的58期表现最好。此外，现金只有在1970～1982年间表现最好，这是不同寻常的，也是史无前例的，而截至目前更是无法复制的，因为当时的利率极高。

表6.10展示了1950～2008年间，标准普尔500指数跌幅超过20%的历次情形。历史表明，市场的迅速反弹，会使得持有现金的成本相当之高。

尽管每位投资人的情况都不相同，但我们依然认为，对大多数投资者来说，最好的举措就是根据其投资目标，在广泛的投资标的中进行持续投资。

面对股票溢价

本书的假设前提就是资本市场是有效的，而如果该假设成立，那股票投资就存在风险溢价。如果希望得到高于通货膨胀率和税率的收益水平，你就需要投资于债券以外的其他资产，因为从长期来看，即使在较好的年份，你从债券投资中所得到的收益，也只是相当于月通货膨胀率的水平。让我们回顾一下我在本章前面所举的那个关于固定收入收益、税收和通货膨胀率的简单例子，以及风险容忍度的运用。当投资于储蓄存款或者其他固定收入债券的时候，我获得的通货膨胀和税后收益为-1.6%。我每年都会赔钱！如果收益不高于通货膨胀率和税收，你的财富如何才能增值呢？也就是说，为了财富增值，投资组合就必须承担风险，而这些风险的表现形式就是股票溢价。

找一位专家问问，他对市场预期收益有什么看法：股票投资的长期回报是多少？经过对股票溢价的计算，我们知道收益约为国库券收

益加上6.5个百分点。如果你认为国库券的长期收益率约为4%，那再加上6.5%的股票溢价，就会得出，市场长期回报率约为11%（取整）。作为理财顾问，我的工作就是要说服客户，对股票进行长期投资。这项工作并不轻松，正如在2009年的前3个月里那样，熊市行情不断下行，这就意味着标准普尔500指数的前10年收益都变成了负值。当时，我只是希望可以安慰自己那些遭受重创的客户，告诉他们市场不会再继续下行了（不幸的是，我没法做到这一点）。

如果认为市场是有效的，那即使实现11%的收益率也并非易事（实际上，对我来说11%的收益率已经相当高了）。这需要你把所有的资金都投入到股市中，而绝大多数谨慎的投资者都不会全仓投资股市。更加谨慎的投资者可能会50%投资债券，50%投资股票，由此带来的预期收益约为7.5%～8%。对于那些声称可以取得20%～30%收益的投资经理，此时我们要冷静地看待。短期来看这确实是可能的，我可以跟你讲很多例子，有客户向我吹嘘，他们一时取得了20%～30%的收益。但从长期来看，他们终将会失望，因为要想获得类似的超额收益，就必须承担超额风险。如果有人可以为你带来30%的收益，那你也很有可能会遭受30%的损失。

现实情况是，市场确实会发挥作用。这就像香肠一样，我们都喜欢结果，只是不喜欢看过程。与风险共存并不容易，而离开风险则是不可能完成的任务,我们需要对风险和自己的预期实施管理。市场并不会让我们失望，让我们失望的是自己的预期。从整齐的线形图中，我们可以看出，多年之后自己将拥有数目不菲的资产，但这一预测难以实现，于是我们就得出结论，市场并不会起作用。

尽管本书罗列了大量特定股票和资产大类的数据信息，但搞清楚如何摆布这些资料，与其说是一门科学，不如说是一门艺术。你需要后退一步，在整个市场的大背景下，以更广阔的视野来审视自己的生活，你需要把视野向前延伸，而不能沉迷于过去。股票从长期来看可

以提供比其他类资产更高的税后收益，要说明这一点并不容易，但这正是本章通篇的唯一主题。从长期来看，只有股票才能让你具备抵御通货膨胀甚至是税收的能力。粗略地从投资收益中减去33%的税收，这种收益计算方法是一回事，而美国20世纪税率从1913年的1%，到1944～1945年及1951～1953年的90%，在知道这些背景的情况下，如何做好项目投资，则又是另一回事。

大奖获得者杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）是宾夕法尼亚大学沃顿商学院的金融学教授，他进行经济学和金融市场研究和讲学已近40年时间。在《股市长线法宝》（*Stocks for the Long Run*）这本书中，他深入阐述了税率和金融市场的研究成果。他写道：

> 对位于高档所得税率那一栏的投资者来说，如果他在1946年以1 000美元购买了国库券，如今其购买力已经损失了80%，剔除税收和通货膨胀率影响之后只剩下了138美元。但是，处于最高档税率的投资者如果购买的是股票，就可以把1 000美元的本金变成5 719美元，这从购买力的角度来看是470%的增值。对于那些处于最高档税率的投资者来说，自1871年开始投资于短期国债的税后收益是负的，而如果考虑到各州和当地的税收，那收益只会更低。与此相反，最高档税率的投资者如果购买股票，那同期其购买力就会有269倍的增长。

最后，空间基金管理公司那些聪明的家伙为我绘制了一张图，展示了以标准普尔500指数为代表的股票资产在过去83年的时间里，在考虑税收和通货膨胀因素之后的回报方面，是如何显著超越美国长期政府债券以及1月期国库券收益的。需要说明的是，绘制像图6.3这样的一张图需要首先进行一些简单假设，因为多年以来税率的变动幅度相当之大。此外，人们通常长期持有股票，因此不出售也就无须纳税，而且不同类股票的税率也不相同（例如，股票分红与长期资本利得的纳税规定就不一样）。但即使在做出假定条件时，我们尽量保守，结

果却依然显而易见：从长期来看，即使考虑到税率和通货膨胀的影响，股票依然可以带来财富增值。

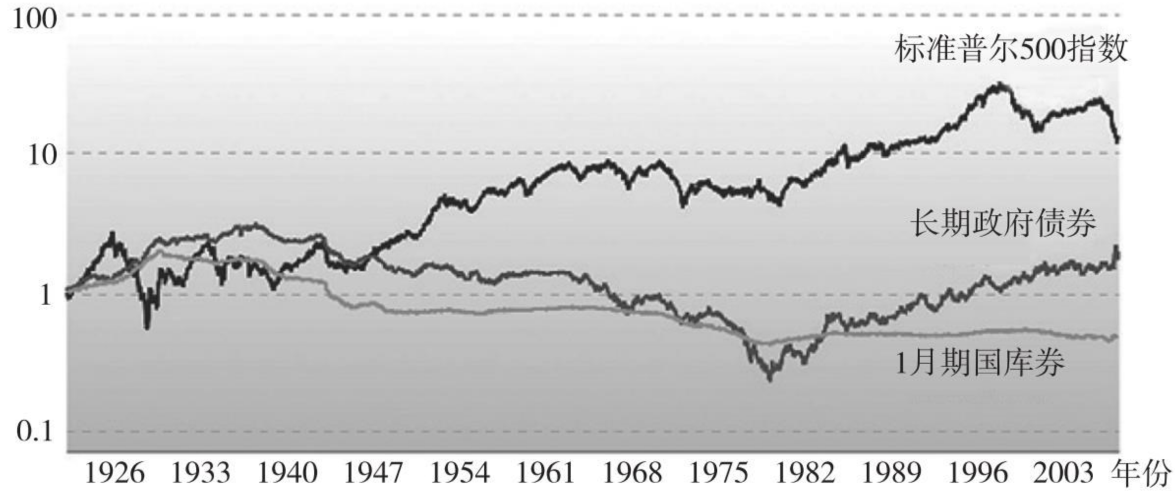


图6.3 标准普尔500指数与固定收益债券业绩表现对比

资料来源：空间基金管理公司

> **致客户的一封信** 最初写这封信是在2008年的第三季度。近期市场波动的情绪冲击，让我希望以直截了当的语言表达出来，但监管要求我以平和均衡的方式与客户进行沟通。例如，作为一名咨询顾问，我不能指摘其他投资的糟糕表现，因为这会被视为“摘樱桃”（cherry-picking）的行为，也就是从市场上挑选出那些最糟糕的案例，以突出自身的优秀。原本有很多的信息披露和证据资料来证明我所做的各类判断和声明信息，原本我可以把这种思路纳入我在2008年第三季度发出的信件中，但如今你需要字斟句酌才能真正搞清楚我想表达的意思。
>
> 伯纳德·麦道夫及其500亿美元的惊天骗局信息公布之后，我希望再加上一幅图，把信件重新寄出，尽管我依旧不能使用自己所希望的那种表述方式。伯纳德·麦道夫的骗局引发了很多监管和合规问题，但最严重的，当属麦道夫对那些毕生积蓄都被挥霍一空的客户的伤害。但在我看来，还有一个问题极为突出：通过咨询顾问及购买基金的方式，流入到麦道夫基金的众多投资者根本不知道自己的

资金会随着麦道夫的骗局而损失殆尽。因此我们可以想象，假设这些投资者安慰自己说，至少我的钱是投在X里面，而不是麦道夫的基金里，却最终发现自己的资金正是在麦道夫基金中，如今已经一文不名，此时他们会多么震惊。因此，我在自己的清单里加入了更多的项目。

我没有为你做的 我知道这会引起你的注意。很多时候，咨询顾问会告诉你他们替你做的一切，他们是如何保护并管理你的财富的。当市场像近期一样上下起伏的时候，我想跟你谈谈自己没有为你做的事情。

在说起我的失误之前，请记住，我现在、以前都不曾宣称像华尔街那些导师一样聪明。因此这些失误的产生，部分原因就是因为我没法理解那些聪明人所说的独一无二的投资机会。

我并不推荐买入个股，因为我坚信市场是有效的。因此，我为客户分散了风险，使他们免受特定的单独某只股票风险的影响。相应地，我也从来没有推荐客户购买以下任一股票：房利美、房地美、美国国际集团、雷曼兄弟、贝尔斯登、美联银行或华盛顿互惠银行。相反，我把你的资金投在了40多个国家的10 000多只股票组成的投资组合里。

对于拍卖利率市政债券或拍卖利率优先股，我并不推荐把它们作为货币市场账户的替代品。该市场曾经冻结，投资者发现他们安全的资金在数月的时间里“无法立即取回”。通过法律诉讼或者诉讼威胁，才把部分客户的资金重新解冻。同时，当这些资金无法取回的时候，经纪公司会出面，让你借入这些“无法立即取回”的资金，本质上也就是让你借入自己的钱，借款自然要付出代价。

我并不推荐对冲基金，因为这些产品没有流动性、缺乏透明度，而且很坦诚地讲，在每年支付2%的管理费，加上20%～ 30%的利润之后，我根本不知道客户的利润还能从何而来。

我也不推荐所谓的“结构化产品”或另类投资，这并不仅仅是因为这些产品过于复杂，在很多情况下都使用了衍生品，还因为这些产品最终要依赖于像雷曼兄弟这样的对手方提供的担保。但由于担保人（比如说雷曼兄弟）破产而导致担保失效之后，这些产品本身也变得一文不名。对于内在价值为零，且收取13%的利率的产品，我并不认为它有多少吸引力。

我还不推荐商品基金、石油或黄金投资，因为我认为，通货膨胀保值债券（Treasury inflation-protected securities,简称TIPs）基金是相较于对冲产品而言更为安全的替代投资品，而且其波动性更低。此外，我认为，对于那些闲置却没有预期收益的商品来说，对它们进行投资就是一场赌博。

我并没有把你的钱拿过来，收取极高的咨询费，然后把它投到你根本无从知晓的领域，比如说，投到伯纳德·麦道夫基金中，顺便说一下，后者收取的费用比我的最高收费还要高得多。我把你的钱投到了第三方的共同基金，并向你提供充分的信息资料。你的资金交易是由第三方咨询公司来完成的，后者也是你资金的托管方，它们发送的报告信息之多，可能都让你感觉到厌烦。所有涉及的各方，包括我就职的注册投资顾问公司以及第三方托管机构，都会接受知名审计企业的审计，不会有隐晦的、没人听过的第三方人员牵涉进来。

我放弃了华尔街（以及金融界其他领域）那些最新潮、最伟大的投资思潮，而是坚守自己的简单投资理念：投资应当高度分散、透明且易于理解；要适合你的风险容忍度和长期目标；要由第三方托管机构长期持有。那些聪明人设计的所有花招，包括套期保值、杠杆交易、结构化交易都已经消失。还留下来的人以及还有委托投资的人，都是抵御住诱惑的人。市场有自己的纠错机制，我们知道这一点，并建立起投资组合来抵御市场的冲击。但与众多华尔街的新潮观念所带来的损失相比，市场纠错的影响却依然微乎其微。

第3篇
退休管理

第7章
为退休做好准备，为一生储备资金

在前言中我就提到，根据4种类型的风险，财富管理由4个主要部分构成。截至目前，我主要讲述的是投资和财富积累这一块的内容。大多数人一说起投资，唯一想到的就是收益率，也就是资产增值速度。但对此我有不同的看法，我以自己在塔拉证券的漫长探索来帮助读者理解我的观念是如何形成的。

作为理财顾问，我的任务是帮助客户理解风险的重要性：资金投资就是管理风险并获取收益的过程。实际上，除非能够理解风险并管理风险，长期来看你是没法实现收益最大化的。我已经阐述了自己关于财富管理的观点，如今是时候看一下其他3种类型的风险了：退休和退休收入，财富和生活方式的保持，以及财富的转移。第7、8、9章所要讲述的，就是搞清楚你需要多少财富才能实现你对退休生活的期望，然后研究在退休时如何进行财富管理。第10章和第11章讲述的是如何维持你的财富和生活方式，这主要是通过购买各种保险来实现的。第12章和第13章讲述了如何通过遗产规划来进行财富转移。最后在结尾的时候，对于阅读完本书之后希望你学到的那些最重要的知识，我进行了总结归纳。

现在，我要在本章介绍一些退休及收入安排的内容，这将涉及你退休之后如何度过余生。不管你现在年龄多大，这些内容都是适用的。实际上，如果还有好多年才退休，而你又把这些内容记在了心上，那你就为营造退休之后多姿多彩的生活开了个好头。

了解不确定性：利用蒙特卡洛模拟计算投资收益

总归有某个时刻，你需要提取养老金，以支付退休生活费用。因此我们不应当仅仅关注当前市场的不确定性，更应当好好看一下，如何才能获得退休收入，而不管退休生活是今天开始还是20年之后。

对许多投资者来说，最初浮现在脑海里的，就是要逃到自己认为安全的固定收益投资中，但这种安全只是一种假象。在第6章结束的时候，我介绍过这种简单的经验数据。不管是哪种投资，最核心的内容就是你在通货膨胀和纳税之后，还能得到多少收益，而不是仅仅考虑证券的名义收益率。通常来说，对固定收入债券而言，包括储蓄存款、国库券和其他债券在内，其收益是以分红形式体现的，每年都作为短期收入纳税。以储蓄存款或应税债券为例，假设其收益为4.5%，税率为33%，则税后收益为每年3%。如今4.5%的收益率看起来相当不错，而且比表7.1中的利率更接近当前的利率水平。

然后你需要把通货膨胀因素考虑在内。从表7.1中我们看到通货膨胀率为4.62%。那么你的税后、考虑通货膨胀因素之后的收益是-1.62%，这意味着你每年都在赔钱。

按照同样的方式，对标准普尔500指数进行粗略估算，我们得到税后、考虑通货膨胀因素之后的收益为2.4%（名义收益率为10.8%，税后收益率为7.0%，然后减去4.6%的通货膨胀率，得到2.4%）。我也承认，这只是粗略的估算，并没有考虑到以下事实，即股票通常以长期利率进行征税，而且可能多年都不纳税，这要根据个人持有股票的时间长短来确定，因此税后收益很可能高于2.4%，股票的税后收益还取决于其分红额度的高低。

下一个问题是，尽管从历史上看股票收益要优于债券，但股票的风险和波动性较高，这意味着长期来看其收益并不是单向的直线。大

约25年前，当我还在塔拉证券，并开始准备为一些客户提供退休计划的时候，我们利用的是最前沿的电子表格编辑器，输入客户的资产情况，并假定收益率为9%，通货膨胀率为4%或者5%，同时还有客户认为自己退休之后所需的财富额度。然后我们就会运行这个程序，用这种方式得出答案！每个人去世的时候都很富有。

不幸的是，资本市场和生活本身并不存在线性关系。从1927年1月1日到2008年12月31日，标准普尔500指数的平均收益水平为9.6%，但具体到每一年度，其收益率并不一定是9.6%。实际上，如果面前有一张统计图，你就可以轻易地看到，自1926～2008年的83年间，标准普尔500指数收益比-20%更差的有6次，高于20%的有31次。这些年里，只有5年的收益正好位于8%和12%。某一年收益率可能高达30%，而第二年可能为-15%，平均来看收益为9.6%，但对投资者来说，在退休刚开始的那一年就损失10%，这种感觉可真是太糟糕了。即使考虑到多年以来市场的长期增长，但在你退休前3年里市场可能出现下行的时点风险，会对你未来的退休安排带来很大的压力。在制订投资者退休计划的时候，要考虑到市场收益的随机性和波动性，以便将其资产转换成稳定、持续的收入现金流。

为此，许多咨询顾问已经放弃了线性电子表格法（该方法得出的结论是我们去世时都很富有），而是把市场的随机性纳入考虑范围。这种方法被称为蒙特卡洛模拟，最初是在冷战期间用以推算多少人可以在核攻击之后幸存。如今这一伟大的思想有了更好的用途：用以计算你的寿命超过退休现金流的可能性。实际上，该方案考虑了各类资产和投资组合的历史数据，利用多重经济变量，模拟出10 000多种场景，最后输出的是可能的结果。

在理财顾问看来，下面这个问题当属长期退休规划的核心：“我可以从通货膨胀调整后的投资组合中提取多大比例？是否能够有九成把握保证我即使到100岁的时候，也还有钱可取？”

计算养老金提取额度

在试图回答上述问题之前，你可能疑惑，为什么我们要使用100岁的年龄假设。如果在模型中使用84岁这一预期年龄中位数，我们就有50%的可能性是错的。咨询顾问应当采用90岁或者100岁这一保守的计算假设，以使结果更具适用性。当然，如果碰巧你能知道自己什么时候去世，并愿意与我分享该信息，我也可以为你提供十分精确的计算结果！

利用蒙特卡洛模拟，关于你可以从投资组合中提取多少钱，同时保证你也几乎不会缺钱，这个问题实际存在一个广泛认可的答案，那就是，在100岁之前，要保证有90%以上的概率不会缺钱，提取比例应当介于4%～4.5%。

这一回答的重要警示是：它并没有假设要保留本金。这就意味着，我们只是预计投资者不会无钱可用，但并没有考虑到个人希望留给他们子女的继承问题。按照我的经验，我建议购买人寿保险，以此作为解决继承问题的方式之一。

还有另外一条警示是：在大多数情境中，我们都认为，一个人需要的股票配置比例为50%～60%。在退休的时候，根据当时所处的生命阶段，我们希望降低收益的波动性，因为我们已经不再处于财务积累阶段，却又不得不面对股票市场和股票收益的波动性，因为只有这样才能带来更高的收益，让我们不会在健在时就无钱可用。

举个简单的例子。假设一对夫妇，两人都是65岁，有100万美元的投资。他们属于风险厌恶型投资者，但希望每年考虑通货膨胀因素之后可以提取4.5万美元。我为此模拟了两种场景：第一种场景假定所有资金都投在了现金等价物上；第二种情景假定进行分散化投资，有55%的资产用于购买股票。根据蒙特卡洛模拟的计算，表7.1列出了两

种情景的总收益，并比较了两种情景的成功概率。请注意，对于短期债券和现金投资来说，5.95%的投资收益是相当高的，要比现在市场上类似投资的收益率高得多；就2008年这一年来说，该收益率为1.7%。但之所以采用历史数据，是因为我需要信赖自己公司的数据系统，这也是程序运行所使用的数据。

运算结果表明，当投资于股票的时候，成功实现退休目标的概率要高得多。具体投资于股票的额度，要根据客户的情况来判断。不管是现在为了退休而储蓄，还是现在已经退休了正在投资，对于我们大多数人而言，只有承担一定的市场风险才能实现退休目标。如果希望提取的比例超过4.5%，采用像即期年金这样的解决方案，也可以让你在5.5%的提取比率下，降低无钱可取的可能性（我在随后及第8章中将对年金进行详细阐述）。

表7.1 两种投资组合对比

资产配置	100%投资于短期债券/现金	55%分散投资于股票/45%投资于债券
实现退休目标的成功概率（%）	68	100
总收益（%）	5.95	9.59
1970~2007年实际通货膨胀率（%）*	4.62	4.62

注：*在MoneyGuidePro财务规划软件中使用了通货膨胀率，该软件仅限于专业财务顾问使用。

现在我们再加入一个因素。在观察自己整体投资组合的资产配置时，你应当把社保支付和收到的养老金综合考虑进来。对于这些按月收到的现金流，你应当把它们看作投资组合中的固定收入或债券投资等价物。想象一下，你还拥有第二套投资组合，其中全部由固定收入投资构成，由此带来的收入就等于你的社会保险。

再看一下上一个例子，假设同一对夫妇每月收到2 000美元的社会保险，一年合计就是2.4万美元，此外还有他们100万美元的投资所收到的每年4.5万美元。如果拥有一项投资组合，每年可以支付给你2.4万美元，你也知道这是该投资总额的4.5%，那这项投资总额为多少？答案是约53万美元（计算过程是2.4万美元除以0.045）。再次说明一下：从社保或其他养老机构每月得到固定的收入，与拥有一项每月带来收入的投资组合，二者效果是一样的。

实际上，这项投资组合就类似于可以根据通货膨胀进行适当调整的固定收入投资（社会保障约以通货膨胀率一半的速度增长）。因此，现在我们可以从这个角度看一看，这对夫妇的整体投资和资产配置到底是什么情况，他俩的总投资为153万美元，其中53万美元投资于股票，相当于总资产的35%投资于股票，65%投资于债券。

投资风险与应对措施 让我们回顾一下本次讨论的内容，投资风险与应对措施如下表所示。

风险	应对措施
通货膨胀	分散化、再平衡、对股票和债券进行资产配置组合
健康和护理中心/辅助生活费用	合适的保险产品
长寿	确定可持续的提取率；考虑年金产品
波动性	分散化、再平衡、对股票和债券进行资产配置组合
瞬间需求	确定可持续的提取率；考虑对冲工具

以这种视角来看待投资，是为了帮助你缓解对自己过度投资股票的担忧。实际上，使用这种分析思路的咨询顾问会争辩说，这对夫妇

应当更多地投资于股票。我并不这样建议，但这是整体看待你的资产配置的一种方式。

这种分析的底线是，对大多数人来说，在实现其退休目标的同时，也就意味着要承担股票市场的风险和波动。如我们之前所说，认为固定收入投资十分安全的想法是具有误导性的，这实际上代表了一个投资的误区。接受市场波动，并通过投资策略设计来管理风险，这是许多投资者实现其退休目标的唯一途径。

这又带来了一个问题，即如何通过实施可以持续一生的投资方式，创造可持续或有担保的收入。

看透本质

我们可以看透这种模式：每年从投资组合中提取4%或更低，购买合适的保险来应对长期护理问题，分散化投资，再平衡，不要有不可预见的大额支出，那你在退休时，就很有可能过上自己所规划的生活。这就是问题解决之道。在实际生活中，许多人从自己的投资组合中每年提取的可不止4%，退休之后也无法过上自己理想的生活。实际上，做完预算之后，大多数人需要对下列情况之一进行调整：自己的预期、退休时间或者需要在退休后继续工作以便取得补充收入。

而这正是我们需要考虑另外一种投资工具的时候，通过该投资工具，我们可以得到终生不会中断的可持续收入流：那就是年金。

第8章
把年金作为收入来源

正如其他财务规划工具一样，年金也有自己的优势和不足。在本章中，我将说明年金是如何让大家觉得不靠谱的，然后再说一下如今依然存在的年金市场滥用情况（并提供一些建议），以及在退休投资中什么时候使用年金是合适的。我也对基本年金条款和产品进行了界定，并对如何使用这些产品进行了说明，随后介绍了最新的变额年金产品——该产品在适当情况下可以让你安度晚年，保证你不会面临无钱可用的境地。同时，我还会为你提供另外的选择，让你思考如何才能把投资分配到其他领域。

年金简介

人们传统上对年金存在误解和误用。尽管有时候对特定的个人来说，年金产品是合适的，但保险营销员却把这种投资工具作为了投资界的瑞士军刀。在很多时候年金都属于高佣金产品，但对投资于低成本的共同基金来说，年金却并不是很好的替代品。

最为重要的是，我们要记住年金属于保险产品。该产品最初的设计目的，是为了保证人们不会因为长寿而面临现金流中断的问题。多年来，保险公司借助法律条款的帮助，设计了多种年金产品的变种，有些产品不错，但有些并没有那么好，其目的都是为了获取投资资金和满足投资者的需求。不幸的是，保险代理机构经常对年金产品进行错误的利用和表述，或者仅仅披露年金使用条款的部分内容。

年金产品的演进有两个阶段，分别是累积阶段和给付阶段，并据此分为累积型和给付型。在我所讨论的第一种年金产品中，不存在累积阶段，单一保费收入年金（SPIA）属于纯粹给付型。

给付年金

最初，当购买年金时，你向保险公司趸交了一笔款项，保险公司向年金受益人保证支付，支付的期限可能是一定年限、受益人的一生，或者其他期限的组合。这部分款项会存在保险公司的一般账户中。保险公司会确定该存款合适的增长率，然后把存款的本金和利息以资金流的形式支付出去。

终身单一保费收入年金属于最纯粹的年金，但它并不是一笔投资！它属于保险产品，承保的是生命过长的风险。许多人试图把初始投资作为分母，计算出一个收益率，然后计算出分子，作为保险公司应当向年金受益人在其余生期限内所支付的金额。这种计算方式简直是荒谬！要记住，年龄中位数大约是84岁，也就是说个人有50%的可能在84岁之前去世，也有50%的可能活过84岁。对那些长寿的人来说，终身单一保费收入年金可能是他们最划算的投资。但这并不是投资，而是一种保险！其对冲的是长寿风险和资金不足风险。

这就是终身单一保费收入年金的运作原理。个人给了保险公司一笔存款，作为交换，保险公司承诺，在年金受益人剩余生存期间，将向其支付固定的金额。支付的额度，要根据当前利率、受益人年龄和性别来确定。当购买保险合同的时候，你的年龄越大，支付金额就越高，因为你的预期寿命会更短，你的支付期限就相应越短。

在下一个例子里，请记住利率是每天都会变动的。在我写作本书的时候，利率处于历史低位，因此这个例子并不是对当前利率的准确刻画。比尔（Bill）目前65岁，向终身单一保费收入年金中存入了10万美元。保险公司在比尔生存期间每年向他支付7 942美元（我使用了年

度支付的说法，目的是为了计算简便；通常支付是按月进行的）。如果比尔活到100岁，那他将会得到277 970美元。但如果比尔第二年去世，那他就只得到了7 942美元。如果比尔购买年金保险所用的钱为非税收资金，也就是该部分资金并不来源于像个人退休账户或401(k)这样的税收优惠退休计划，那比尔得到的每笔支付，一部分要作为普通收入纳税，其余才是免税收入，并被视为初始本金的返还。如果初始购买资金为享受过税收优惠的资金，那所有的支付都应作为普通收入纳税。

大多数人都难以接受年金这种运作模式，他们不愿意把钱交给保险公司，因为这笔钱不一定能全部收回来，却无视保险公司的慷慨承诺，只要你健在，就会向你支付资金。为了让这一提议更有诱惑力，保险公司开始提供新型年金产品，规定即使生存期限没有那么长，保险公司也将保证一定期限的支付（剩下的付款将提供给其子女）。此类年金合同规定，比尔在年金合同中同样存入10万美元，保险公司将保证支付20年（或其他特定年限）与生存期间之间的较长者。对一名65岁的人来说，面对20年与生存期间之间较长的支付期限，新的支付额度是6 876美元。支付期间不同，具体的选项也有所差别。

如果个人或共同生活者（如结婚夫妇）的余生或在特定期间，需要确保有收入来源，那终身单一保费收入年金相当有用。如果需要履行诉讼义务，对于那些无须给后代留下遗产，或者对于那些上了年纪，需要高额保证收入来满足自己需求的人来说，终身单一保费收入年金更加有用。如之前所说，你开始领取支付时候的年龄越大，所需额度就越高。最大的不利之处在于，一旦把本金给了保险公司，那你需要合计好，即使出现需要的情况，原来的这笔钱也很难再拿回来。由于保险公司希望满足所有人的需求，因此也存在下面这种保险合同，如果未来某一时点，投保人出现资金需求，保险公司可以返还该笔收入的现金价值；还有一种特殊目的公司，被称为寿险保单贴现公

司，该公司会从年金受益人手中购买年金。但正如你所预计的一样，这类交易从经济的角度对年金受益人是不利的。

请记住，终身单一保费收入年金并不是一笔投资，而是为了应对长寿风险的一款保险。

累积年金

最初的累积年金与收入年金完全不同。通过趸交（单一保费年金）或者持续支付（浮动保费年金）的方式，你在保险公司储存或投资了一笔钱，为了讨论简化起见，这里我不着重讨论浮动保费年金。这种储蓄可以通过以下两种合同中的一种来实现：一是固定利率合同，称为趸交保费递延年金（SPDA），把资金投资于保险公司的一般账户中；二是变额年金（VA），在这种情况下，资金储存在类似共同基金的独立管理账户中，与保险公司的一般账户完全隔离。

不管是趸交保费递延年金还是变额年金，只要资金是以年金的形式存在，对于资产的增值是无须缴纳所得税的。在你存活期间，年金资金有两种提取方式。当从年金中直接提取的时候，所有的应税收益首当其冲，要作为普通所得纳税。

还有一种提取方式，那就是在年金受益人存活期间、在特定的期限内或者二者的结合时间内，通过现金流的方式均匀提取。也就是说，你可以把该投资合同的价值进行年金化处理，就如同购买了终身单一保费收入年金一样。当进行年金化处理的时候，你把一笔资金交给了保险公司，作为回报，保险公司承诺在你存活期间向你支付现金流（年金化处理这一术语乍听起来好像有点怪异，但这是保险行业的表述方式）。当做出这种选择时候，你就放弃了投资的本金，换来的是每年保证支付的现金流。在资金支付过程中，每笔支付有一部分被看作应税收入，还有一部分被视为本金的返还而无须纳税。该比例的大小，是根据合同年金化处理的时候年金合同收益占比来确定的，也

可以根据支付期间发放的收益来确定。需要搞清楚的是，你放弃了一笔钱，换来的是在自己生存期间取得收入现金流的权利。

从本质上说，保险公司是与你做了一笔交易，交易的标的就是风险。这就是问题的症结所在：不管这种投资听起来多有用、多安全，正如我之前所说，人们就是不喜欢把一笔钱交给保险公司。对于那些强烈希望能给孩子留下一些资产的人来说，他们更不喜欢这样。不管你多么强烈地坚信自己将会活到100岁，从而完全收回你在保险公司的那笔投资，只要人们开始想到年金，他们就会觉得自己明天就会过世，从而导致资金投资和现金流收入都会一去不返。

趸交保费递延年金和变额年金的优势

累积型年金有一些独特的优势。当购买年金的时候，你并没有支付前端费用（成本）；你全部的投资额都放在了保单里并开始立即生息。只要资金还位于年金之内（没有支付给你），那所有的收益都可以享受税收递延。年金产品也具备一些真实而有价值的担保，由保险公司负责提供（随后将展开该话题）。对于退休的人来说，还有一项额外的好处，那就是年金收益不包含在社保税的范围之内（当收到社会保险收入的时候，就存在一定的收益额度，无须纳入社保收入的应税金额）。在应税和继承的情况下，在某一特定年份，这能给个人带来更多的可支配收入。

趸交保费递延年金和变额年金的不足

总体来看，累积型年金也有一些缺点。只有得到注册批准的保险代理机构才能销售年金产品，保险公司通过支付佣金的方式，激励代理机构销售年金产品，佣金比例通常为年金额度的1%～7%（佣金率较低的产品通常支付的续期佣金比较高，也称为后期佣金）。请注意，部分保险合同的佣金比例可能高达20%！高佣金产品通常只会让两方受益：营销员和保险公司。

通常，储存在累积型年金中的资金100%都进行了投资。但保险公司在发行和销售年金产品的时候，也需要支付佣金、费用等，因此在公司有充分的时间来收回这些费用之前，如果出现年金提取，保险公司就会收取尾端退保费用。对一个公平合理的保险合同来说，尾端费用的比例在合同前7年时间里是逐年递减的。对于那些前期支付高额佣金的合同，保险公司需要持有这些资金更长的时间。在这些情况下，尾端退保费用可能很高，有时甚至高达100%，持续期间最长达20年，或者该类合同有一些特别规定，资金提取的唯一途径，就是受益人死亡或者将本合同进行年金化处理。这些高佣金/高退保费用的合同对消费者来说是根本不划算的。

也有一些适用于累积型年金的税务规定。如果合同所有者在59.5岁之前就要求提取的话，那对于这些提取的资金将会有10%的额外惩罚。首期提款将被视为从合同中提取了投资收益，要作为普通收入纳税。在全部收益提取完毕之后，随后的提取才被视为提取本金，并不再征税。即使变额年金内部的投资账户实际上是共同基金投资，只是在合同项下进行投资，那对该类提取也不会按照资本利得进行处理。这些合同最糟糕的规定，将在你去世时体现得更加明显。

与其他投资不同，当年金所有人去世时，其年金并不会面临递进式的征税要求。递进式的征税要求是指，举例来说，对继承你股票的人来说，他将被视为按照你去世之时股票的价值进行了继承，而不是按照你原先购买股票的价格。假设你购买股票的价格为10美元，在你一生之中股票价格大幅提升，如今其价格为500美元。想象一下，如果你现在卖出股票，你将要缴纳多少税金。但是，现在你把股票遗赠给了你儿子。当你去世，他得到股票所有权的时候，他持有该股票需要纳税的基础就是500美元，也就是你去世时股票的价格，而不是你原先的购买价格。如果在获得股票之后的第二天就卖出，那他就无须因为资本利得而纳税（房地产遗产税完全不同，见第12章）。对股票、共同基金和其他大多数投资资产来说，它们目前都属于去世时递进式征

税的资产类别，对此类投资没有资本利得或所得税。但所有者去世时，年金所得是全额征税的，因此这对所有人生存期间的税收递延优惠是一种抵消。年金属于去世之时比较差的投资，保险代理机构对此常常闭口不谈。

变额年金还有一个特点削弱了其吸引力。简单来看，变额年金是由囊括在保险合同中的一份或者多份共同基金构成的。投资经理（共同基金管理公司）向该投资组合收取费用之后，保险公司还可以进一步收取费用。在投资经理收费标准的基础上，这些额外的费用可能高达200个基点（2个百分点）。在本章后面，我们将更多地谈一谈保险公司和投资机构是如何滥用变额年金的。

谁会购买趸交保费递延年金

趸交保费递延年金通常被用作银行存款的替代品。这类产品声称，可以在一定期间内提供保证利率，通常该期间是1～5年。它们通常会提供比储蓄存款更高的利率，并由保险公司提供担保。面临续期的时候，他们会按照保险公司保证的利率水平进行支付。与储蓄存款不同，这些产品也设有最低保证更新利率。我有时候会见到15～20年前出售的一些合同，最低保证利率为4%～5%。在当前环境下，即使存款利率略低于3%，那也是值得继续持有的非常好的投资品。

只要投资还在年金中，趸交保费递延年金是不用缴纳所得税的。与那些投资于储蓄存款并每年需要纳税的资金相比，购买趸交保费递延年金所产生的影响，从整体来看就是可以存下更多的可用资金。对于那些接近退休或已经退休的人来说，这是一款很好的投资工具：在合适的期间，该产品可以提供固定且有担保的收益。但趸交保费递延年金也有退保费用，如果投资期限较短的话，你是不应当考虑购买该产品的。

对趸交保费递延年金的滥用

尽管趸交保费递延年金看起来很简单，但保险公司的市场推广激励措施，导致市场上出现了一些对该产品的滥用。想一想，趸交保费递延年金的资金是投资于保险公司的一般账户中，保险公司的大部分资金都投资于固定收益产品。对于大多数保险公司来说，他们对这些资金的运用方式大同小异，那各家公司的收益水平也应比较类似，尽管与小型保险公司相比，大公司通常取得更高的收益水平；大公司的购买范围更广、研究能力更强、交易资源更多。

尽管储蓄存款和趸交保费递延年金的投资对象不同，属于完全不同的资产，但二者的收益却相差不远；二者都属于普通型固定收益债券产品。但有时候，你看见趸交保费递延年金宣传的收益特别高。例如，在当前的利率环境下，储蓄存款的收益不足3%，而我刚刚看到一个趸交保费递延年金的广告，首年利率高达8%。世上还有这样的好事？当然！保险公司经常在储蓄首年宣布一个“奖励”利率，但该奖励利率有很多限制，最常见的是较长的后端退保费用，这让你不得不长期持有该年金产品。在这段很长的期间内，保险公司有很多机会，在首年奖励利率过后，以低于当前市场的利率来重续保险合同。而他们也是这么做的，毕竟他们做生意就是为了赚钱。

就这类高奖励保险合同而言，其中很多是由相对较小的保险公司提供的。由于市场吸引力比较强，这些产品对保险人具有一定的诱惑性。此外，这些奖励合同还能够提供较高的佣金奖励和额外的假期激励，刺激销售员更卖力地推广，保险代理机构也利用这些奖励合同来吸引业务。在合同结束的时候，如果可以实现与没有奖励规定下公平合同中同样的收益，那你就可以谢天谢地了；最差的情况是，在很长的退保期限内，你都被锁定在一份收益低于市场平均水平的合同中无法脱身。

为什么购买变额年金

变额年金属于税收递延产品。对于那些自己攒着退休用的钱，为什么还要交税呢？营销员可以很简单地说明，在高利率环境下，税收递延型投资的资产增值要快得多，因此退休时积累的资金池就要更大。

变额年金通常也有保证条款，即死亡收益不低于最初的储蓄额。有时候，死亡收益每年会按照某一特定利率增加，或者每年进行重新评估。在投资价值得到增长，但变额年金所有人去世的情况下，这些条款很有价值，尽管与其他寿险产品不同，这种死亡收益是要按照普通所得全额纳税的。

市场对变额年金的滥用

在过去数年间，变额年金产品出现了一些重大创新，使其成为投资组合的热门标的，我随后将对这些创新进行更多介绍。眼前我希望说明的，是各种糟糕的营销行为让变额年金变得声名狼藉。

首先，你应当知道营销员为什么喜欢销售变额年金。让我们把共同基金投资和变额年金投资做一个对比。当把越来越多的资金投入到共同基金产品的时候，共同基金的投资者得到的折扣也会越打越大。尽管共同基金销售费用可能高达5%，但如果投资额接近100万美元，那销售佣金可以降为零。营销员得到的佣金是其销售额的一定比例（当然，你也可以从一些共同基金家族中购买无佣金基金，但这是你自己的投资行为，而没有得到投资顾问的帮助）。与此形成对比的是，目前销售的几乎所有变额年金，不管销售额度大小，都没有折扣。不管是投资了1万美元，还是100万美元，投资者都需要支付同样水准的佣金。面对这种状况，行业暂时还看不到任何改变的趋势。这类佣金会根据其标的或所售产品而有所不同，但与投资额度无关。

为了支付佣金和市场营销激励费用，保险公司对产品合同又收取了一项费用，这项费用通常被称为死亡率和费用率收费。这些费用使

得成本构成又提高了1～2个百分点（100～200个基点）。此外，后端退保收费的存在，使得保险公司即使面对提前提取的情况，也能够收回之前的佣金和费用支出。

是时候介绍一些基本常识了。我们假设，你是一位普通的投资者，赚得了超过平均水平的工资，有房子，也许还成家了。在确定如何投资的时候，你也许可以按照以下的逻辑结构进行判断：

（1）把2～4个月的收入进行短期投资，以作为紧急基金（每个人都需要具备的财务基础）。

（2）将个人退休账户、403(b)特别是具有匹配缴费的401(k)等退休计划缴费规模最大化（面对税收递延、税款抵扣等政策，要充分利用复利的优势）。

（3）对共同基金、股票和债券等进行税后投资。你可能也希望为生活中的一些美好事物进行储蓄，比如说新的厨房、第二套房子，也许是一家企业或一些房地产项目等。你可能不希望直到59.5岁的时候才搞定这些，你希望在此之前就可以拥有！

在满足以上3个条件之后，你就可以考虑税收递延型投资了，将你的资金锁定到退休。

但现实情况是，大多数人从来没有到过这一步。如果他们可以的话，那变额年金就是很合适的一款产品。但在他们处于第（2）步和第（3）步的时候，营销员就开始拼命推销变额年金了。

历史上对变额年金的最大滥用，是有人将其用于退休计划中，尤其是用于个人退休账户。个人退休账户已经是税收递延型产品，为什么还要把变额年金这种投资放到个人退休账户中，然后每年支付额外

1%～2%的费用呢？为了推销产品，通常营销员会着重吹捧该产品以下两方面特点：

（1）变额年金通常涉及来自多家不同投资公司的投资。其中的销售诀窍类似于：你可以在不同投资经理之间变换账户，而无须额外支付转换费用。这是真的，但很少有人会使用这项便利，他们一次投资，从不更改投资配置。对多数大型基金公司来说，它们都允许投资者缴纳较低的费用来构建合理多元化（尽管可能不是最优的）的投资组合。

（2）变额年金拥有死亡收益。你需要为这部分收益支付价款，而在某些情况下这是很有价值的。

再进一步的讨论，通常就会涉及死亡收益和分散投资的收益，以及出售共同基金时，你需要缴纳资本利得税。与此不同，如果通过变额年金进行基金转换，则不用纳税。因此我想再重复说一下，共同基金提供了多种投资选择，它们在这方面的表现确实不错。

营销员随意掩饰的另外一个特点，就是变额年金的全部支付都是按照普通收入对待的，而且并不处于较低的资本利得税区间。与共同基金相比，这一结果影响很大。与对股票和共同基金的处理应对不同，在这种情况下，你是无法均摊成本的，从而也就无法降低税率适用区间。从变额年金中取出的第一美元，立即要作为收入，应税收入是在最后计算。

持有变额年金的不利之处之一，就是当受益人去世时，税收递延的效应就被极度弱化了，因为全部利得都要按照普通收入的税率纳税。与共同基金不同，变额年金是没有税率递进规定的，因此继承人需要就全部收益进行纳税。

指数年金——购买人需要当心

保险公司最近向消费者推出的产品是指数年金，也称股票指数年金。最初创立时，这只是一种单一保费递延年金，保险公司很快就借用这种结构，将其作为万能寿险的普通投资账户。在这两种情况下，这些产品对消费者来说不仅难以分辨，而且极具欺骗性。他们为保险代理机构提供了攫取高额佣金的机会，而且让一些保险公司和毫无廉耻的代理机构绕过了美国金融业监管局对滥用市场行为的监管限制，这些监管措施的目标是保护消费者的利益。

在近期牛市期间，保险公司推出了一款产品，宣称可以取得股票市场的收益，但没有任何的损失风险。这听起来简直难以置信，这款产品对有些保险营销员很有吸引力，后者并非证券交易商协会的注册会员，因此规避了证券业的监管、监督、检查和执行措施，这些措施本来是用于保护消费者免受市场滥用行为的伤害。相反，对这些保险营销员实施监管的，是各州的保险监管者，他们过去在保护消费者权益方面的效率并不怎么样。尽管注册代理人仍在滥用市场行为，但与保险监管者的做法相比，这种监管制度已经有了显著的改善。

美国证交会近期决定，这些特殊年金产品应当与投资产品一样对待，对于经纪人，也要实施与证券营销员同样的监管。我希望的结果是，对于希望销售指数年金产品的人来说，他们也需要注册为经纪人，这样一些离奇的销售误导才会最终消失。一旦有人说出皇帝没穿新装的事实，该产品就应当从人们的视野中消失。

站在最高角度来看，指数年金就是一种累积型年金，投资者把钱交给保险公司，这笔钱随后被存入保险公司的一般账户中，然后用其进行投资，通常投资的目标是债券资产组合。此外，正如那些宣传所讲的，保险公司拿出来一部分存款，用以购买期权产品和衍生品的投资组合，在选定的股票指数上涨时，该投资组合可以带来一定的收

益。如果市场行情不好，那合同中最低保证条款就会起效，保证投资的本金将有适度的增值。

该存款被分成了两部分：一部分投资于保险公司总的投资组合中，可以带来固定的收益；另一部分用于购买衍生产品。这就意味着，在最开始的时候，赚取固定收益的资产是低于100%的，从资金存入起算到未来某个时点结束，在这样一段时间内，如果市场行情看好，另外一部分资金预期是可以提高总体收益水平的。如果市场持续上涨，你得到的收益可能要高于固定年金产品。现实情况是，市场是有涨有跌的。市场收益的绝大部分都是在很短的时间内实现的。当市场平淡或下行的时候，如果这些期权或衍生品合约到期，那它们是不能给投资组合带来收益的。最终的结果就是，有时指数基金可以超过趸交保费递延年金。但该产品的结构决定了，从长期来看，与那些得到适当分散、合理配置、再平衡的100%的市场投资组合相比，上述产品的表现并不会多么突出。

下面列出了指数型基金的一些特点，以及合同中营销员经常淡化或忽略的一些情况。你可以看到，获得超过市场平均收益的可能性被大幅夸大了。

（1）进行储蓄投资的时候，通常固定的、有担保账户的起始资金并不是储蓄金额的100%，投资可能按照90%的初始储蓄开始增值。

（2）这些合同的佣金很高，通常是初始储蓄金额的10%～20%。

（3）合同中附有很长的退保收费条款，这样保险公司就能收回保单签发成本。10～20年的退保期限是最为常见的。有时候，合同甚至是无法退保的，只能通过成长账户进行年金化处理。

（4）这些年金合同经常声称，投资者应当具备比退保时限（20年）更长的投资期限。保险公司对此自然是很认真严肃的，当出现纠

纷时，他们就躲在披露条款后面，而不顾代理机构在产品销售过程中淡化这部分内容的事实。现在你可以问问自己，除了也许在房地产领域，还有什么投资需要你这么谨慎，锁定期达20年之久。

（5）在选取指数进行投资时，不管是标准普尔500指数、道琼斯工业平均指数还是其他指数，在计算收益的时候都没有包括分红，而分红在这些指数收益中的占比约为30%。例如，如果在投资期内标准普尔500指数的收益率为10%，那年金的潜在收益率可能只有7%，因为它把大约300个基点的分红收益排除在外了。

（6）在投资期内，通常存在增长的高限，其形式可能是指定的增长率（如果指数增长15%，那年金增长高限可能为7%），也可能是增长率的一定比例（如果标准普尔500指数的收益率为10%，减去分红之后为7%，那就乘以最高比例，可能是80%，会得到5.6%的收益率水平）。在后一种情境下，最高收益率是5.6%而不是10%！与标准普尔500指数相比，指数型基金价值的增长情况如表8.1所示。

表8.1 与标准普尔500指数相比，指数型基金价值的增长情况

年份	标准普尔 500 指数实际增长率（%）	最高增长率（%）	累计净增长率（%）
1	15	8	8
2	−15	−15	−7
3	10	5. 6	−1. 4

资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司发表的《指数年金前景报告》（*Index-annuity Prospectuses*）

世界上没有任何东西是只涨不跌的。让我们看一个三期投资的例子，假定投资衡量期限超过12个月，尽管许多合同都是按月结算的。表8.1列出了标准普尔500指数的实际增长率，实际认定的利率上限为80%（正如此前所说），据此可以算出累计净增长率。你可以看到，尽管3年来标准普尔指数增长了10%，年金投资账户实际上下降了1.4%。

指数年金总是设有最低保证账户。该担保反复强调，年金到期的时候，其价值将在最初缴存的基础上按照3%（有时是复利，有时是单利）的最低保证利率进行累计。累计保证价值可能与这种3年的投资业绩类似，合同在到期之后退保，投资者存入10万美元，最初认定的储蓄为90%（非前端费用额度不低），因此保证账户的初始金额为9万美元。按照3%的复利计算3年之后，担保账户价值为98 345美元。这可能就是退保价值，有时候还会根据退保价值收取一定的退保费用。担保价值也可能是投资账户减去退保费用之后的较大者，其中退保费用可能高达担保账户价值的20%。有时候，担保账户也要缴纳退保费，这进一步减少了98 345美元的金额。

我进一步讲一下营销员可能掩饰的一些产品特点：

（1）保险公司每年都会本着谨慎的原则，对最高利率和初始投资额度进行调整。

（2）合同首年经常会有一些特别奖励政策，使其看起来极具诱惑性。要记住，首年给出的任何奖励必将在合同随后的年度内一一收回，否则保险公司就没法赚钱了。在退保的时候，这些奖励是不计入合同基数的，记住这一点十分重要。这就意味着，即使退保价值低于最初存入的金额，正如上面例子中的情况，在退保的时候，最初取得的任何奖励都要按照普通所得而非资本利得进行纳税。

（3）销售过程中，保险公司通常会选取一年来演示账户的投资业绩。我最近看到有公司把2006年作为演示年份，因为当年合同收益为正。如果产品的监管工作完全由美国金融业监管局而非保险监管来实施，类似这种演示将是不被允许的。公司需要展示许多年的产品投资业绩，包括2008～2009年的表现！美国金融业监管局要求公司进行均衡的演示，而不能只挑选业绩表现良好的时候。

如果市场持续上行，指数年金就能够取得比普通趸交保费递延年金更高的收益水平，更多的情况是，指数年金整体收益与趸交保费递延年金比较类似，或者更低（考虑保险公司一般账户的固定收益投资回报率，然后减去到期后没有任何价值的衍生品或期权成本）。不管是趸交保费递延年金，还是均衡的、低成本的、有管理的投资组合，甚至是具备保证收入的新一代变额年金，都无法作为上述产品的替代物。

利用额外收入的变额年金——新一代产品

作为退休资金的积累手段，变额年金既有积极的一面，也有消极的一面。此外，从历史角度来说，构建有担保的收入流的唯一方式，就是在年金受益人的生存期间内，把合同进行年金化处理。这样做有两个缺点：一旦进行年金化处理，你就不再拥有本金的索取权，而且也没有机会享受市场增值的收益。

为了解决这些问题，保险公司开发了一些新的产品。如果运用得当，这些新产品可以使投资者锁定收益，并为其提供永不枯竭的收入流，而且如果市场行情足够好的话，还能分享市场红利。

这可能听起来令人难以置信，下面是事实情况。你应当知道，保险为你提供了担保，针对合同中的额外规定，保险公司是要收费的，其价格并不低，需要50～150个基点（0.5%～1.5%）的额外费用。但这就是保险，你只有付钱才能拥有。这类保险的目的是为了对冲两类最难以应对的风险：（1）长寿风险，也就是生存超过投资总额的风险；（2）时点风险，也就是退休时间不适合的风险。与指数基金不同，这些产品属于受监管的证券类产品，也就是说，对产品成本必须充分披露；要向消费者提供说明书和演示件，解释合同的内容；同

时，保险公司的营销材料必须进行全面披露，而且不应当具有欺骗性。

这些合同的运作受到许多因素的影响，而你的合同如何运作，要根据你选择的工具而定。你可以选择保险工具，并为此付款。例如，就变额年金而言，你对工具的选择，将决定初始的成本和支付比例，以及是否需要对该年金进行年金化处理。

考虑到我们所看到的股票市场的大幅波动，这些年金产品能让你更加安心，它们可以提供投资底限，不管市场如何变化，保险公司都会提供担保。如果退休之前购买了该产品，你就可以大幅降低时点风险。通常情况下，即使底层投资组合价值变成零，你的收入流依然有保证。资金被存放于多个子账户中，随后各账户又投资于股票市场，类似共同基金，这些投资也可以提供投资策略和大类资产的选择。如果实际投资业绩能够带来足够的回报，可以覆盖保险机构的各项费用成本，那你的收入就可能会有所提高。根据合同的规定，你也可能取回本金。

保险公司担保的最低收入金额是根据公式计算出来的，在计算过程中使用了保险公司确定的预定利率，这在保险合同中也有说明。如果投资账户超过了某一金额，也就是说，投资于股票和债券的底层子账户增值不菲，足够支付各项费用（每年2.5%～3%），同时也超过了公式中用于计算保证收入额的预定利率（每年5%～7%），那不仅你的月度收入会有所提高，你还可以收回部分投资本金。也就是说，除非投资账户每年至少增长10%（每个合同都不相同），你可能很难收到投资本金，但是每个月的担保收入是没有问题的。底线就是：当审查收入年金产品的报价条款时，要对展示0%增长的那一页多花一些心思，因为这将会描述最差的情形，也就是最低担保收入的情况。这就是你可以据以进行退休规划的额度。

保险公司试图提供你所需要的全部产品：无须完全放弃本金，你也可以在拥有收入流的同时，甚至分享股票市场的增值。真正的问题在于，这些产品十分复杂。我认为，普通投资者根本搞不懂这些条款。实际上，我同样认为，一般的保险代理机构也都搞不清楚自己所销售的保险产品，同时每年的费用又额外增加了100～150个基点的成本。尽管这看起来好像是一种不错的问题解决方式，可以在提供收入流的同时，无须放弃对本金的控制，如今还有一个更大的问题：2008年危机之后，有多少人会相信，对于自己正考虑与之进行交易的保险公司来说，在未来40年之后，这些公司提供的担保还有效。

但在最后的分析中，当投资者资产不足，没有足够的收入流来支持自己的退休生活时，考虑购买这些产品是有价值的。这些新一代年金产品是可以改变市场格局的。作为一款很有价值的退休保险产品，为此付出一定的成本是值得的。在适合的情况下，这些产品不仅可以用于退休账户，也可以用于税后账户。对于那些已经70.5岁的人来说，他们需要从退休账户中支取所需的最低收入，这些产品属于不错的选择。

最新风险：保险公司的风险

2008年，我们学到了很多。我们再也不会想当然地认为，历史悠久的大型公司就是极端保守和十分安全的。对投资者和咨询顾问来说，他们需要应对额外的风险，即发行年金的保险公司的持续经营风险。考虑到近期金融企业的崩塌，对任何把钱交给保险公司的投资人来说，都要考虑一下，在未来某个时刻，保险公司是否存在无法履行义务的风险。

以美国国际集团保险公司为例，公司在网站主页上宣称是“世界领先的保险和金融服务商……在130多个国家和地区经营运作的国际领先

的保险公司。”这家成立于90年前的大型保险机构，就在我写作本书的时候（2009年年初），其股票价格每股不足1美元，就如同垃圾股一样！2007年年初，其资产达10 000亿美元，收入达1 100亿美元，在130多个国家和地区拥有7 400万客户和116 000名员工。而仅仅18个月之后，其发现自己已经处于破产的边缘，迫切需要政府的紧急救助。这期间发生了什么？公司有部分业务涉入了投机性很强的领域，为公司其他业务带来了巨额损失。

大多数寿险以及固定利率年金都对保险公司的一般账户拥有索取权，也就是你购买的保险要依赖于公司整体的健康运作，而变额年金把投资人的资金放在了独立账户中。从主要评级机构那里，你很容易得知一家保险公司的评级，但经历过2008年的市场动荡之后，这些评级机构对保险公司评级的可信度已经让人产生了怀疑。好的消息是，保险公司开始接受各州层面的监管，而州监管有利于确保保险公司的稳健运营。保险公司被要求拥有足够的准备金，以确保其履行义务。此外，每个州都成立了基金，对投资者的部分死亡收益提供担保。

《华尔街日报》的一篇文章指出，与那些财务健全的公司相比，有时候低评级公司提供的产品费率更低，这可能导致其未来出现问题。还有一项研究表明，对于所提供的产品担保，保险公司收费可能不足，因此未来可能会导致费率的提高。在购买保险产品的时候，这些都是需要考虑的因素。当你需要的时候，保险公司应具备向你进行支付的能力，这一点至关重要。

到目前为止，故事的结尾还不错。美国国际集团保险公司接受了政府的大笔救助，看起来各家分公司仍在营业，被保险人没有什么损失。这个案例并不是故意给美国国际集团保险公司挑刺，而是为了说明，对于与自己存在业务往来的任何大型金融机构，你都不能想当然地认为，这家公司将一直保持稳健和长期健康。如果你认为，自己并

没有相关的信息或能力对公司的健康、稳定进行追踪，那你最好找一位从事这项工作的咨询顾问来帮你。

即将来临：递延收入或长寿年金

有些保险公司正在设计新的产品合同，也就是递延收入年金，以供咨询顾问使用。当前这些产品价格昂贵，因此其使用也受到了一定限制。但也许在未来的某个时刻，这些产品的竞争力会得到增强，并成为投资组合的标的之一。

年金总结 年金是一种概括性表述，其包含了很多不同的产品。总体来看，你不能简单地说年金是好还是坏。为了实现预定的退休目标，当你与一位称职的财务顾问沟通时，年金属于可供选择的对象之一，在某些情况下，年金也是很有价值的财务工具。近年来，变额年金的范围有所变化。如果是旧的变额年金产品，要想最好地保护你的利益，你应该与财务顾问沟通，看一下在你当前的目标和背景下，是否需要将其转换成可以带来适当收入的另外一款产品。

此外，年金产品的佣金构成也并不讨消费者喜欢。我们的目标是，在可供选择的范围之内，帮你挑选出最好的产品，但投资环境是在不停变化的。最后，所有投资都有风险，在考虑长寿风险和时点风险的同时，我们也要对保险公司的持续经营风险和履约风险加以考虑。

许多人都活的比以前更久，我们要假设所有的客户都将活到95～100岁，按照这种情况来安排投资组合的提取。如果知道只会活到85，那我们就可以提高提取的比率，而无须担心活的时间过长而无钱可

取。也就是说，如果一位65岁的客户知道，自己只需要把资金安排到85岁，那计划工作就会简单一些。但现实情况是，对其中50%的人来说，这个假设没问题；而对另外50%的人来说，这样做可能会带来麻烦。你能确切的告诉我，你属于哪一类吗?

对冲这类风险的一种创新，就是前面提到的有收入支撑的变额年金。还有一种，就是最新出现的递延收入年金。购买其中一种年金，就走到了购买人寿保险合同的对立面：当一个人去世时，人寿保险将进行赔付；而递延收入年金发生支付的情况是当一个人活过了某个年龄，比如说85岁之后。因此举例来说，如果一位65岁的客户希望尽情消费，而无须担心自己活到100岁，他就可以购买一份终身年金保险，从85岁起收到付款，直到自己去世。

这引发了一些有意思的情形。比如说，这位65岁的客户拥有100万美元，然后给了保险公司20万美元。如今这位客户还剩下80万美元，以此来支付自己剩余20年的花销。可以说，这位客户到100岁之前，与为他35年的生计进行筹划相比，安排20年的生活要容易一些。在这种情况下，如果客户到了85岁，保险公司就会向他支付约定的费用，直至其去世。这是个好消息，但还有个坏消息：如果客户85岁之前去世，那钱就打了水漂。如今我们将很多钱给了保险公司，从理论上讲，这应当可以为我们带来更高的收入（因为在年金开始支付之前，客户可以细致规划20年的生活）。就在我写作本书的时候，正如之前所说，真正的问题是，这些年金产品太贵了。如今只有少数公司提供这种产品，我们还需要更多的市场竞争，才能让这种产品真正成为一种可用的投资选择。

EAGR体系：退休规划的模板 正如你所看到的，在制订影响你一生的退休计划时，要考虑许多复杂的情况。其中，时点风险和道德问题属于两难，会让你觉得已经解决了一个问题，又陷入

了“真正的聪明人”的陷阱。因此，到底有哪些选择，能够真正帮我们缓解这些风险呢?

制订计划过程中面临的部分挑战在于，我们无法知道客户的去世时间。如前所述，如果能告诉我你什么时候去世，我就可以为你制订一份完美的退休方案。没有这些信息，我们就只能在黑暗中摸索。

创造收入应对时点风险，还有另外一种方法，那就是构建多项投资组合。这种方案中蕴含的理念是，当牵涉市场回报的时候，时间能够搞定大部分问题。许多咨询顾问和客户自发利用这种方法，主要体现在他们大量购买债券，以此来实现内心的平静。

EAGR把资金分成4类或放到4个篮子里：急用（emergency）、年收入（annual income）、增值（growth）和风险保护（risk protection）。下面是它的运作原理：

目标：提高退休者和临近退休者管理投资组合风险的能力。

风险：市场大幅下行期间，退休者从其投资组合中提取资金。

（1）急用。急用资金要与其他资金分开，额度为6～18个月的生活成本，再加上近期急用或者像买新车或度假等大额支出。尽管可以利用货币市场基金和期限不同的储蓄存款，对那些希望拥有资金管理计划的客户来说，我们可以提供保本投资组合，主要由相对短期的固定收入债券构成。每年年底的时候，应当从第二类投资篮子中对这类投资进行补充。

（2）年收入。这些资金将从现在开始在未来2～3年或2～10年内使用，主要用于生活成本和购买长期护理保险。这些资金将投资于收益债券中（80%的债券）。为了资产配置和财务规划的需要，我们假定这类资金将适度增值，收益率与债券收益率保持一致。

（3）增值。该类资金着眼于长期使用，一般是在未来10年内。根据客户风险容忍度的不同，像成长型投资组合等股票占比较高的

投资可能是合适的。该投资可能包括50%～ 60%的股票。每年，对于任何超过最初投资的投资，加上一个事先确定好的增长因子（比如说通货膨胀率），将从这类资金中转移到第二类或第一类投资中。

（4）风险保护。这类资金主要包括3种类型的金融防护措施：

①长寿风险和时点风险：可以把有担保的收入年金作为最后的防线，这样能够防止寿命过长资金不足的风险。

②长期护理：利用长期护理保险，可以防止私人疗养院或家庭护理资金不足。

③家庭保障：替代家庭供养人的工资损失，弥补可能出现的投资损失，去世时转移财富或者为房地产遗产税提供资金支持。

长寿风险和时点风险的应对安排

利用简单的三步式公式，我可以帮助客户分析其退休现金流情况，并确定应当拿出多少资金才能应对长寿风险和时点风险。三步式公式具体如下：

（1）列出费用项目。确定两类费用需求：基本生活费用和可自由支配的生活费用。尽管如何确定这两个项目属于个人决策，但以下内容可以给你提供参考。

①基本生活费用：

- 租金或抵押贷款、水电费。
- 食品。

- 健康护理，包括眼科、牙科和医疗。
- 保险。
- 交通。
- 其他。

②可自由支配的生活费用:

- 娱乐费用。
- 礼物。
- 旅行。
- 第二套房子的成本。

（2）列出你所能收到的确定收入。

- 社保收入。
- 养老金/个人退休账户收入。
- 年金收入。
- 信托基金收入。
- 第一类投资的收入。

（3）从确定收入中减去基本生活费。如果有亏空，那你就应当考虑有担保的收入产品，以便在你生存期间提供收入。

一旦涵盖了基本生活费用之后，从第1、2、3类投资篮子中构建出可预测的收入流，并进行投资以对冲通货膨胀和市场波动，这将成为预测你退休生活方式的基础。

尽管部分顾问也会进行这种资产配置，但2008年金融危机的爆发，让时点风险的重要性更为突出，这也使得这种方案更加合适，有利于投资者实现内心的平静。不幸的是，这并非是包治百病的灵丹妙药，它仍然需要依赖股票市场来提供足够的回报，才能在长期内抵消通货膨胀的腐蚀。如我之前所说，长寿年金的设计理念很好，但还要与其当前的成本问题统筹考虑。实际上，到目前为止，这类产品还不具备抵御通货膨胀的功能。

总而言之，如果你希望从投资篮子1、2、3中提取的收入比例超过4%，以此来满足自己的生活需求，那你必须考虑对冲长寿风险和时点风险。根据我上面列出的几个步骤，可以确定你应当考虑购买的收入年金类型，并确定你需要配置到年金产品中的资金额度。

第9章
利用个人退休账户和公司退休计划

我写作本章的目的是，介绍一下个人退休账户、公司的401(k)计划以及其他个人参与的符合条件的退休计划及其运作情况，并说明你如何才能充分利用这些计划。你应当明白这些计划的原则，但如果你仅仅用过最简单的个人退休账户，那请你还是找一位咨询顾问来帮忙吧。本书在讨论个人退休账户时，我们面临的问题在于，监管规定每年都会发生变化。

个人退休账户简介

《雇员退休收入保障法案》于1974年正式颁布，该法对退休监管的许多内容产生了深远的影响，其中最重要的内容之一，就是个人退休账户的设立。据预测，投资于个人退休账户的资金超过了3万亿美元，美国退休金中，每4美元中就有1美元属于个人退休账户投资。

简单地说，个人退休账户允许投资者将资金放在某一账户中，其投资收益可以享受税收递延优惠，也就是只有当资金提取的时候才会交税。投资者可以直接投资于该类账户。对于合格的退休计划，比如说公司赞助的401(k)s或403(b)s等计划，其资金也可以转入个人退休账户，以便继续享受税收递延优惠。

最初设立时，个人退休账户的目标是希望成为简单而通用的退休账户，从其成立之初到20世纪80年代中期也确实如此。根据美国投资

公司协会的数据，1982～1986年个人退休账户每年的平均缴费为344亿美元。随着1986年《税收改革法》的修订，对该账户开始设立了一些限制性规定，1987年缴费规模降为141亿美元。随后的时间里，对个人退休账户的监管与反监管斗争一直在持续。

我的目标是为你提供建议，让你充分发挥个人退休账户的特点，而并不是要讲述该账户及其监管的演进历史，后者可以简要归纳为两点：

（1）个人退休账户的设立，对于那些希望为退休储蓄资金的人来说，是一项巨大的福利和利好。

（2）不管对你，还是对受影响更大的你的下一代来说，那些个人退休账户管理规则的复杂程度已经超出了人们的想象，以至于如果没有专业人士的帮助，个人根本无法利用该账户为自己争取到最大的利益。

在我看来，该账户之所以会变得极端复杂，部分是由于个人退休账户最初的成功运作。政府希望你利用其税收递延的特点，但并不希望一直看着应税资金放在这个账户里，或者允许你把大量资金放在这个账户里，却永远不提取以规避纳税。因此规定要求从70.5岁开始时就要进行提取，对于谁可以缴费、谁不可以缴费、什么年龄缴费、在哪些账户缴费，各项规定不厌其烦。

如今大多数美国人都拥有个人退休账户或者公司退休计划——401(k)账户，而不选择确定收益计划，尽管后者数年之前就已经开始推行。对许多考虑退休的人来说，这些资产是其整体财富的重要组成部分。许多财务顾问认为，应对税收递延投资的方式是你整体财务规划唯一也是最重要的内容。

处置个人退休账户时，相关的重要考虑因素包括：

（1）你将如何以及何时从自己的个人退休账户以及/或者公司退休计划中提取资金?

（2）你每次或每年提取（或必须提取）的额度是多少?

（3）你会把谁作为受益人?

（4）当提取资金时，或继承个人退休账户的时候，有什么纳税义务吗?

如果在这些税收递延型个人退休账户及退休计划账户中，你投入了大量资金，这可能会是你曾经做过的最重要也是最复杂的财务决策之一。这些问题的答案，要取决于一系列独特的个人因素。

离开公司的时候，你会收到一份退休计划提取安排。其中会包含重要的信息和表格，这都与你的提取选择息息相关。你应当做出正确的决定并恰当地填写这些表格，这一点十分重要。大多数临近退休的人都没有完全明白，如果做出错误的决定，将会带来许多潜在的不利影响。你和你的子女最终可能需要支付大额却并不必要的税收和罚款。不管你是否正在提取税收递延收入，或者是这类账户的法定代表，或者作为这类账户的受益人，有一点十分重要，那就是你需要寻求称职而知情的专家的帮助，比如说税务咨询师、财务顾问或者律师等。

本章所讨论的，是有关以下内容的基础知识，包括个人退休账户、公司退休计划、重要的税收因素、受益人问题以及人们在个人退休账户上所犯的常见错误。

理解基本概念

首先，我想介绍一下两种基本的公司退休计划：收益确定型计划和缴费确定型计划，因为这两类计划符合国内税收法的特定条件，从而可以享受某些税收优惠。这些计划必须专门用于雇员或其受益人的退休福利。当听到有人说起符合条件的退休计划或者退休资金的时候，你就知道所说的资金是可以享受税收优惠的。上述两种退休计划都可以在公司所得税前扣除，员工也可以进行个人缴费。

收益确定型计划属于传统的退休计划，公司承诺每年向你支付一定的金额（因为你知道领取金额将会是多少，所以命名为收益确定型计划）。在收益确定型计划中，你所服务的公司承担了计划的运作风险。如果计划运营时投资收益不足，那公司就要从其他方面加以弥补。而在更为新潮的缴费确定型计划中，你才是风险的承担者：你为自己的退休计划进行缴费（缴费额度是确定的），如果投资不慎，那你退休时就将承担退休金不足的后果，或者面临退休金不及预期的困境。收益确定型退休计划正在加速消失，导致的结果就是，你需要对自己的退休基金承担主要责任。

面对税收优惠、税收递延和免税，你不要弄混这几个概念。绝大多数情况下，很少会有免税投资：国税局收税不可避免。但是，对无数的税收递延账户来说，其优势在于，资金可以获得增值，但每年无须就这些账户中的投资分红或资金增值纳税，因此就大幅提高了资金增值速度。在从这些账户进行资金提取的时候才需要纳税。从合格账户中提取资金的方式有很多种，包括大额提取或长期逐笔提取。为了使这些账户的好处得到充分发挥，你应当了解各种提取方式的税收处理规定，以便有针对性地进行投资，从而将税费额度降到最低。

个人退休计划：个人退休账户及罗斯个人退休账户

我已经说过，就个人退休账户来说，你每年可以往里存钱，账户资金增值享受税收递延优惠，直至你准备进行提取。在设计之初，对每个人来说，该账户存入的资金都是可以享受税收抵免的。1986年法律对此开始进行修订，如今只有当你没有享受公司资助的退休计划，或者你的收入低于特定水平时，该账户资金才能享受税收抵免。

你应当清楚：每位有工资收入的个人，每年都可以向个人退休账户中存入资金，即使其收入很高，也拥有养老金计划。这就是人们所说的非抵税式个人退休账户。在这种情况下，只有税后收入才能存入个人退休账户。在为该账户缴费时，你不能进行税收抵免，但这依然是一种可以享受税收递延优惠的累积投资方式。

个人退休账户还有一个作用，就是可以让你把那些公司养老金计划的资金，比如说401(k) (大多数人都有)或者403(b)（只针对教师）账户里的资金转到个人退休账户里面。如果因故离职，那你401(k)账户里面的资金就可以转入你的个人退休账户。这种操作要遵循一定的原则。举例来说，如果前公司已经为你办好了离职手续，但60天之内你没有把资金转到个人退休账户中，那你不仅要就整个退休账户缴纳所得税，而且如果你不满59.5岁，还要支付10%的税收罚款。最好的情况是，你搞清楚自己将在哪里开设个人退休转移账户，让原公司的人帮忙，把你的401(k)账户资金转进来，这样就不会出现税收罚款了。通常最好的做法是，要求进行公对公转账，或者对新的托管行进行复核。

1997年的《纳税人减税法》中引入了罗斯个人退休账户（Roth IRA）的概念。其名称源于特拉华议员威廉·罗斯（William Roth），他是该法的首席发起人，罗斯个人退休账户与其他个人退休账户的许多方面存在重大差异。一般个人退休账户要求申请人符合通常和特定的资质要求，并满足一定的申请条件，但罗斯个人退休账户的主要优点在于其税收可以让申请人进行主动灵活的安排。

不管是否拥有公司退休计划，向罗斯个人退休账户进行缴费都是不能在计算所得税时予以扣除的。从一般个人退休账户中进行资金提取通常是免税的，但也有一些限制条件。对于那些从普通个人退休账户中进行资金提取的人来说，他们面临的主要问题之一，就是需要计算出自己所提取的资金中哪些已经交过税了，因为不可抵扣的个人退休账户资金，需要用个人的税后收入进行缴纳。罗斯绕过了这个问题。

与普通的个人退休账户相比，罗斯个人退休账户的优点可以列出长长的一串，包括如果退休之前就需要资金，可以更容易地提取等。但如果收入超过一定水平，那你是不能向罗斯个人退休账户缴费的，而如果希望拥有此类账户，你只能开设普通的个人退休账户（2009年，如果想向罗斯个人退休账户缴费，个人收入必须不高于12万美元，夫妻双方必须不高于17.6万美元）。这种收入限制是按年调整的。为此，我这里仅是提一下罗斯个人退休账户，就不进行展开了。我认为，对于那些阅读本书的众多相对富裕的读者来说，他们可能不满足罗斯个人退休账户的开设要求。

对那些通常不符合罗斯个人退休账户缴费条件的人来说，2010年事情出现了转机。任何拥有普通个人退休账户的人只要缴纳相应所得税，就可将其转为罗斯个人退休账户，而无须通过收入测试，因此这就让他们可以享受罗斯个人退休账户的好处。但是，你不能利用原先普通个人退休账户的资金进行纳税，因为这将被视为资金的提取。

对此，以下两点值得我们深思：

（1）与传统的个人退休账户相比，罗斯个人退休账户的优势十分明显，即使个人退休账户资金很高，现在已经50多岁，你也应当进行账户转换，因为未来的税率可能会更高，现在纳税更为有益。

（2）如果临近退休，涉及这么大的资金转换，做出这么大的决定并不容易。如果正接近退休，通过这么多年的投资，你的个人退休账户可能已经积累了大量资金，经历了2008年的投资缩水以后，再做出这种转换可能也并不适合所有人。对于20岁或者30岁左右的人来说，这个决定可能会容易得多。

个人退休账户属于账户的一种，而不属于投资或证券。当开设了此类账户之后，其运作与你其他的账户并没有什么不同。你可以在银行开设个人退休账户并投资于储蓄存款，或者投资于共同市场基金（尽管你现在已经知道，从长期投资的角度看，我是不推荐的）；你也可以在共同基金公司开设个人退休账户并投资于该公司的共同基金产品；你甚至还可以在折扣经纪公司或普通经纪公司开设个人退休账户，然后投资于股票、债券或共同基金。各类账户的差异在于其分红、利息或收益的税收处理。在你准备从该账户提取资金之前，它们是无须纳税的。

多年来，该账户的年度最高缴费额度为2 000美元，但现在已经有所提升。2008～2009年，对不满50岁的人，其年度缴费最高不超过5 000美元，对于50岁及以上的人，年度缴费最高为6 000美元。这一额度可以在普通个人退休账户和罗斯个人退休账户之间进行分配。从现在开始，根据通货膨胀情况，缴费额度将按照500美元的幅度进行调升。

与其他大多数投资资产相比，个人退休账户在许多方面都存在不同。以下是一些重要的差别：

（1）捐赠。近年来，个人退休账户的慈善捐赠规则已经有过多次调整。此前根本不允许进行捐赠，随后规则修改，允许进行捐赠。如果你想这么做，你需要看看相应的规定。

（2）最低提取要求。根据法律要求，个人退休账户应当满足“最低提取规定”，也就是说，到达某一时点，部分账户累计的资金必须提取出去，并需要为此纳税。在下列情况下，个人退休账户需要满足最低提取要求：

①当你达到70.5岁（或者至少，当你达到70.5岁那一年之后，下一年不晚于4月1日）。2009年通过了对这种情况的特别救助条款，因此你应当查一下当前的法律规定，或者与税务专家进行沟通。

②当你继承了个人退休账户，或者原个人退休账户所有人去世之后第二年的9月30日之前（对信托资产来说是10月31日）拥有了个人退休账户的所有权，如果年龄超过70.5岁，也必须在原账户所有人去世当年的12月31日之前提取。

税：不要提取太少，不要提取太多，不要提取太早，也不要提取太迟

接下来就是有关个人退休账户资金提取的核心要求：你应当在70.5岁的时候开始提取，而如果早于59.5岁提取就会受到惩罚，但也有一些例外情况。你的个人退休账户可能会面临如下一种或多种纳税义务：所得税、房产税、州税、隔代转移税以及各类惩罚型税收。你需要记住一些简要规则：

（1）不要提取太少：提取的资金额度要考虑到你正在支付的其他税收，你应当尽量把纳税额度降到最低。当还有5～10年就满70.5岁的时候，这种情况更应考虑。

如果你的个人退休账户额度很高，现在主要依靠当前的资产和收入过活，并不需要缴纳太多的税，那你就应当考虑现在就从个人退休

账户中取出部分资金。现在你因为提取而缴纳的税收较低，否则当达到70.5岁之后，就需要缴纳较高的税，并必须进行最低额度的提取。

同时你也要记住，如果没有全额提取规定的最低提取额度，就会存在50%的惩罚。

（2）不要提取太多：不管在你活着时，还是去世后对你的后代来说，都不要因为你忘记提名合适的继承人，或者因为你的后代不了解个人退休账户的继承规则，从而导致支付不必要的税费，包括联邦所得税、州所得税、房产税以及隔代转移税等。在提取的时候，要考虑到你目前已经有的纳税资产因素，你可以把这些资产先来抵减自己的整体税负。

针对巨额个人退休账户的特别说明 如果去世时，你留下了巨额个人退休账户资产，你可能会发现，由于房产税、所得税和/或隔代转移税，你留给后代的资产几乎被损失殆尽。最坏的情况是，因为这些税费，你的受益人可能损失高达70%的账户资产！这种情况出现的可能性很高，已经真实发生在众多始料未及的继承人身上。

有一个简单的方法可以从总体上减轻税负，那就是在去世之前进行部分提取，以折扣价预付部分房产税，以及对提取的资金纳税，并购买联合终身寿险产品，以应对配偶去世时可能出现的三重征税情况。在第10章我将对此展开详细介绍。

假设受益人是未亡配偶，那在其将继承的个人退休账户资产转入自己的个人退休账户时，是不用缴纳所得税或房产税的。只有当未亡配偶去世时，所有的应税义务才会发生。如果这适用于你的情况，那现在就把自己个人退休账户的小部分资产与保险公司共享，从而避免将来70%的账户资产与3亿陌生人（税务局）共享，这种做法是不是更明智呢?

（3）不要提取太早：如果59.5岁之前就进行提取（除非是根据72(t)的特殊条款进行的提取），那你除了需要缴纳一般所得税之外，还需要支付10%的罚款。那些可以不支付罚款而提前提取的特殊规定都是十分复杂的，必须有专家的建议和辅导。如果违背了之前所适用的提取规定，针对截至当时为止已经提取的全部款项，你可能被要求支付10%的罚款。

（4）不要提取太迟：如前所述，如果没有遵守最低提取额度进行全额提取，那就会有50%的罚款。此外，对受益人来说，在资产所有人去世次年的9月30日之前，如果他并没有对其继承的个人退休账户进行恰当的更名，在12月31日之前，也没有遵守最低提取要求，那该账户中剩下的全部资产都要在5年之内提取完毕，并需要缴纳相关税费。

与受益人配合

关于个人退休账户受益人这方面的内容，许多大学甚至可以开辟出一整套全新的研究领域。这确实是整个美国税法领域最复杂、最烦琐的问题之一。此外，这些规则也一直在不停变化。

对你来说，关于自己的个人退休账户，受益人的问题相对是次要的，但对你的继承人来说，他们很关心你对受益人的准确提名。当你去世时，个人退休账户将如何处理，完全依赖于你提名谁为受益人，随后这一位或多位指定的受益人或者其法定代理人必须决定，如何管理所继承的遗产。

你需要仔细填写个人退休账户受益人表格，这一点十分重要，因为这些表格对各类文件资料的法律形式都有特定要求，包括离婚证明、遗嘱和各类署名文件。我这里仅提供了最简要的资料概览，因为

这些规定条款是如此复杂，甚至需要一整套法律课程才能讲透。关于你需要执行哪些操作，这里我根本无法一一罗列。

指定继承人时有两条原则最为重要：

（1）你的继承人表格必须准确填写当前所指定继承人的名字。

（2）绝不要把你的房产（或其他房产）指定为个人退休账户的继承标的。

未亡配偶

对于原账户持有人的未亡配偶来说，规则很简单，他/她可以选择把部分或全部的账户余额转入其个人退休账户中；或进行一次性提取；或设立继承个人退休账户，并每年按照最低额度提取；或在将此账户分成数个之后，把这些选项结合起来使用。这甚至都没有完全涵盖未亡配偶可以选择采取的全部措施，其中部分措施要根据原账户持有人是否达到70.5岁来确定，同时还要考虑该配偶是否是唯一的继承人。从配偶那里继承，这是最简单的个人退休账户继承方式，但你可以看出，这些规则已经相当复杂了。

非配偶受益人

对于非配偶受益人，其措施选择要根据一系列因素来确定，包括原账户持有人是否达到70.5岁，以及是否存在多位受益人等。如果存在多位收益人，那最好把个人退休账户分拆成几部分，并为每位继承人设立独立的继承账户。如果继承账户没有进行这种设置，那必须使用最年长受益人的预期寿命（年龄越大，则要进行速度更快、额度更高的分配），来确定每年提取分配的额度。

扩展个人退休账户属于相对较新的事物，如今正变得日益重要，它作为一种财富传承工具，可以将资金传承给年轻的受益人，通常是

孩子或孙子。2002年个人退休账户监管机构引入了扩展个人退休账户计划。如今，受益人可以延长从个人退休账户中进行提取的时间期限。提取时间通常是根据年轻受益人的预期寿命来确定的，这显然会延长税收递延收益的累计时间，远远超出原来设立个人退休账户的人的年龄界限，甚至可以长达受益人的一生。当然，此类规定层出不穷。你应当知道：此类个人退休账户是可以存在的，这一点十分重要；对个人退休账户进行微调或再调整是很有必要的；如果要继承个人退休账户或者希望设立扩展个人退休账户，你应当赶紧跑着而不是慢慢溜达到你的咨询顾问的办公室。限于篇幅所限，本书并没有对这个十分复杂的专题进行深入探讨。

除了扩展个人退休账户，旧的规则要求，如果非配偶为受益人，且被继承人不足70.5周岁，那受益人可以进行一次性提取，且必须在原账户所有人去世之后第五年的12月31日之前，将账户全部余额提取完毕。如果符合条件，受益人还可以选择建立一个继承账户，允许非配偶继承人在原账户持有人去世后第二年的12月31日之前，将其继承的个人退休账户余额提取出来。账户分配需要每年根据受益人的预期寿命减一来确定。

要注意，非配偶受益人不能将其继承的账户余额转入自己的个人退休账户，这一点十分重要！如果开设个人退休账户扩展账户的话，这就更加重要了，因为后者必须根据特定的规则要求进行结转并进行更名调整。此外，还要适用一些额外的规则和豁免条款，这需要与专业咨询顾问进行讨论确定。

在开设继承账户的时候，我们需要在个人退休账户所有人去世之后第二年的9月30号之前，将个人退休账户重新更名，理解这一点十分重要。更名文件应当遵从以下格式示例：“××，已故，个人退休账户由××继承。”很重要的一点是，已故者的名字和受益人的名字要同时出现在继承账户的名称中。在收到所发放的账户资金时，受益人要缴

纳所得税，因为可以每年按照最低额度提取，所以可以与原账户所有人一样，实现剩余资金的税收递延。通过这种方式来使用继承账户，每年只提取最低额度，让剩余的资金继续增值，那随着时间的推移，留给受益人的资金是十分可观的。

以信托基金作为受益人

个人退休账户所有人可以将信托基金设定为受益人，但必须满足特定的法律规定。

以房产基金作为受益人

这是各类受益人中最为复杂的情形，可以为已故人房产的受益人提供一系列选择，这要根据账户持有人去世时是低于还是高于70.5岁来确定。关于这方面的问题，你应当咨询房产规划律师、税务咨询师和财务顾问。

前面只涉及了个人退休账户规则的一些皮毛。如果像大多数人一样，在阅读此类材料的时候，你只是轻易扫过去，那即使理解这些规定的原理，你也根本无法将其付诸实践。这也就是为什么专业顾问的建议并非奢侈品的另外一个原因，他们的建议是我们生活的必需品。

个人退休账户继承所面临的挑战

继承账户带来的一个好处是，能把纳税责任拓展到一个人的生命周期中，但各种个人退休账户和养老计划都需要缴纳遗产税，最终也要承担某种形式的所得税纳税责任。个人退休账户还可以进行慈善捐赠，这样既没有联邦税也不用缴纳州税。尽管对许多人来说，个人退休账户是一个重要的工具，可以让他们通过税收递延的方式为自己的

退休积累资金，但对于该账户使用规则的各种复杂规定，使得人们在进行遗产规划的时候面临重大的挑战。

个人退休账户要包含在总的资产中，需要缴纳遗产税，其受益人在进行资金提取时最终也要缴纳所得税。要清楚地认识到：对传统的个人退休账户来说，最终一定是需要缴纳所得税的，而不管是谁最终提取了资金（罗斯个人退休账户有所不同）。继承账户可能需要，也可能无须缴纳遗产税。这可能会导致双重征税，也正是此前我所提到的那个糟糕情况之所以会出现的原因，有人继承了大额的个人退休账户资金，但在将其提现并缴纳所有的税收之后，拿到手里的却只是很少的一部分。

因此当面对大额个人退休账户咨询的时候，我首先会提出的问题就是，该账户所有人或继承人是否要进行慈善捐赠，因为利用个人退休账户进行此类捐赠是最容易处理的一类情形，对此无须缴纳遗产税。同时，因为该资产已经捐赠给慈善机构，慈善机构在进行资金提取的时候也无须缴纳所得税。

如果不涉及捐赠的情形，假设我和我的配偶在2009年拥有700万美元的遗产（强调这一点，是因为350万美元的联邦遗产税豁免只适用于当年）。我和我的配偶希望设立两个生前信托，我们每人一个。但现在我俩的总资产构成是，350万美元的其他资产和350万美元我名下的个人退休账户资产。350万美元的其他资产加入了我配偶的生前信托名下。个人退休账户属于我，因此我把它放在了自己的生前信托里。我提名我的配偶为自己的个人退休账户的受益人，这样她就可以将其转入自己的个人退休账户，而无须立即就开始资金提取。第12章将会更详细地讲述家庭信托。在读过第12章之后，你也许希望回来再看看这部分内容。

对于从70.5岁开始的最低提取额度，个人退休账户也有一些规定。总体来说，富人总希望尽量延缓提取，以便将税收递延的收益最

大化，这也是个人退休账户的本质。当配偶一方从另一方继承了个人退休账户之后，她可以将其转入自己的个人退休账户，继续维持其之前的提取节奏。对于一名60岁的老人来说，如果从配偶那里继承了个人退休账户资产，那她在进行提取之前，仍然有10.5年的时间。

回到我举的例子。假设我首先去世，我的配偶继承了我的个人退休账户资产，她将其转入了自己的账户，因而无须立即进行提取。但在那个例子里，我并没有为家庭信托出资，也没有利用自己350万美元的遗产税减免。如果有孩子的话，那我其实忽略了设立家庭信托的事，这样可以为孩子们争取更大的利益。

我可以让家庭信托成为自己个人退休账户的受益人，但在那种情况下，资金提取要根据主要受益人的寿命来确定。因为家庭信托为正式受益人，配偶则不是，那配偶进行账户转移从而豁免纳税的情况显然不适用，资金提取可能需要马上开始。即使我的妻子是信托基金的主要受益人，资金提取仍然需要立刻开始。这可能并不是我们希望达到的效果，因为原本可以把妻子提名为主要受益人，这样她就可以将其转入自己的个人退休账户中。当家庭信托接收了我的个人退休账户之后，其名称变更与个人继承并没有什么差别："诺伯特·M·明德尔，已故，受益人为诺伯特·M·明德尔信托。"但如果属于合格的退休金信托计划，那么该信托也可以成立独立的分支。

要应对这个问题，还有一种方式，就是让我的配偶成为个人退休账户的主要受益人，而让家庭信托成为第二受益人。我去世之后，我的配偶可以考虑各种情况，确定是否将我的个人退休账户完全转入个人账户还是将其放在家庭信托中，在第二种情况下她可能需要立即就开始资金提取。如果选择转入她自己的个人账户，那她可能会失去原来我个人退休账户享有的联邦遗产税减免优惠，不得不就自己的遗产缴纳更多的联邦遗产税，而如果将个人退休账户转入家庭信托的话，则会不同。如果决定转入家庭信托，她可以放弃自己对个人退休账户

的继承权。放弃权利也就像她也去世了一样，资金会转入家庭信托。有时候，要把这些因素提前考虑周全是很难做到的，遗产计划的设立，可以使得在配偶去世之后，未亡配偶根据情况采取相应的对策。

如果去世时，我唯一的资产就是高额的个人退休账户，需要缴纳遗产税，那我的后代只有两个选择。第一，他们可以把资金取出来支付税费。如果个人退休账户应当支付100万美元的税，那后代就需要取出比这一金额高40%的资金，才能足够支付税费。第二，如果我的后代希望延迟个人退休账户资金的纳税义务，实现税收递延效果，那他们可以用自己的钱支付这笔遗产税，寄希望于在长期投资中，通过这种税收递延安排，个人退休账户可以带来更多的收益。更令人痛苦的是，如今有些州也开始对个人退休账户征税了。

上面的例子是基于夫妻双方都是第一次婚姻的情况。如果属于第二次婚姻，那就要转而使用附带可终止权益的财产信托（QTIP），未亡配偶将不会拥有同样的决策自由权。如果提名信托作为自己个人退休账户的受益人，那该信托要满足税收法的一些特定资质要求。同样地，第12章将会对此进行更加深入的讨论。

个人退休账户、自主退休计划和合格的退休计划的共性误区

我们已经对个人退休账户的基本原则进行了介绍，下面再介绍一些最常见的误区，按照5个主要的阶段进行讲解。这些误区对于个人退休计划（个人退休账户）以及公司退休计划［401(k)s和403(b)s］或者适用于其中之一，或者二者共同适用。

在资金积累阶段

错误1～4发生在资金积累阶段。

错误1.不全力以赴地加入公司退休计划，甚至根本不参加。公司退休计划是你长期积累财富的最好方式之一，尤其是考虑到你缴纳的资金可能在20年、30年或者40年内根本无须纳税的情况下。大多数公司都针对你个人的缴费提供匹配缴费，且最高缴费额度通常是逐年提高的。如果不利用这种优惠显然是不明智的，你的缴费额度应当比公司更高才划算。你全部的个人缴费都会减少你的收入总额，而且无须作为劳动所得进行报告。国家制定了一些激励政策，鼓励我们尽可能多地缴费。

错误2.把太多资金投入到所在公司股票中（风险太高）。根据经验法则，通常人们认为，不要把超过15%～20%的投资投入到一只股票中，尽管从个人角度看，我认为这个比例依然过高。如我此前所说，不管你是否了解这家公司，集中持仓代表着集中的风险。这种风险要高于广泛分散的投资风险，也超出了大多数个人的承受能力（不管他们是否理解这一点）。当看到投资于某只股票的账户资金比例超过15%时，最好要综合考虑你的投资目标、时间要求和整体风险承受能力，对投资组合进行重新调整，建立更加适合、更加多元化的投资组合。在执行这些策略的时候，对于那些高薪的管理人员来说，他们可能存在其他特殊的政治考虑，但这并不妨碍该原则稳健和谨慎的特征。

错误3.把太多的资金放入货币市场账户或担保账户（太保守）。退休计划参与者通常把太多的资金投入到最保守的投资产品中。我知道人们的想法，尤其是2008年以后，在第6章和第7章中我也强调了“现金为王”的现实诱惑。如果过于保守，也就意味着你放弃了与市场共同成长实现价值增值的机会。更好的应对方式应当是评估你的风险承受水平，根据各类不同的大类资产制订投资计划，然后定期进行再平衡调整。要记住，即使是经历了2008年的大灾难之后，长期（50年）的

股票收益率仍可以达到约10%，而长期债券收益率约为5%。越接近退休，你的投资就应当越保守，但保守投资也是相对的，需要你与咨询顾问协商确定。

错误4.账户交易过于频繁。认为你可以“打败市场”，这种想法无疑极具诱惑性。但事实上你不能（如果你仍然认为可以，不妨回顾一遍第4章，“积极管理，徒劳无功”，或者第3章里的达尔巴公司业绩展示）。不管你投资账户的交易费用如何低廉，它们累积起来都需要从你最终可用的税收递延投资中扣除。定期检查一下你的资产配置情况，每年调整几次就够了。

> 注意：对有些公司来说，在你年满59.5周岁（对有些计划来说，要求甚至更年轻）之后，即使你仍然受雇，这些公司也会允许你全额提取个人退休账户资金，或者允许你直接把账户余额全部转到自己的个人账户中。这通常被称作在职提取。这对你来说是否划算？要回答这个问题，需要考虑许多其他因素，包括你的年龄、当前你的退休计划可能提供的一些担保、你对投资选择的掌控需求等。建议你就此与税务顾问进行沟通。

当你退休时

错误5～7发生在你退休期间。

错误5.没有提前规划。一直等到退休前几天才搞清楚资金提取的可选项，这对你来说可能是一场灾难。当退休的时候，不管公司资助的退休计划如何，通常来说你面临以下4个选项：

（1）把资金转入个人退休账户。

（2）把资金留在退休计划里。

（3）全额提取。

（4）把资金转入自己新的员工退休计划中。

通常来说，如果有机会把退休计划资金转入个人退休账户，由此带来的好处要超过缺点。但你也需要认识到这个问题的双面性，从而做出适合自己的决策。对某些人来说，存在转入个人退休账户并不划算的情况（比如说，你介于55岁和59.5岁之间，需要依靠税收递延资金过活）。有些人认为，应当尽可能多地提取，因为与自己掌控资金相比，公司退休计划提供的投资范围总是太窄，即使是把资金放在个人退休账户里也是如此。除非打算把所有资金立刻花完，一次把钱全取出来并缴纳所有的税费并不是个好主意。实际上，对大多数人来说，这是最差的选择。

如果退休之后还继续工作，受雇的公司也设立了确定缴费型退休计划，那根据法律规定，你可以把当前的退休计划余额转移到新雇主的退休计划中。尽管当前规定允许你把余额转入新雇主的退休计划里，你最好还是将其转入个人退休账户中，原因同上。

随着逐渐面临退休，你的注意力自然会转向收入规划，你主要的关注点是，要确保你的资金比寿命延续得更长。与资金累积阶段相比，许多人变得更加保守。在你发出申请表格，要求进行退休金发放的数月之前，你就应当清楚地明白，可供自己选择的退休金发放方式有哪些。这可以给你提供一定的时间，让你做出符合自己情况的决策。在这么重要的事情上面，如果最后一刻才做出决策，那是十分危险的事情！一旦发出申请表格，你的决策通常就是最终的了，一般不能更改。

有些因素你也需要考虑：公司退休计划向你提供的投资选择往往较为有限，而如果把这些资金转入所谓的自我管理型个人退休账户，你就可以控制这些资产和投资。如果有合适的指导，你就可以做出合适的投资决策，能够更好地进行分散化投资，也更加适合你的风险状况和收入需求。

错误6.过多地投资于你所在公司的股票。我知道自己在重复，但这一点十分重要。不管是在投资进程的哪个阶段，过于集中于一只股票都是不对的。不管这只股票是从你所敬爱的父母那里继承而来，还是从你所工作的公司那里购买得来，都是一样的。实际上，我建议不要持有所在公司的股票。但是，不管出于什么原因，如果你确实希望拥有所在公司的股票，那对任何一只股票的投资比例，不要超过自己资产净值的15%～20%，这也包括对所在公司的持股。如果你是为雷曼兄弟或者贝尔斯登工作，那会出现什么情况？两家公司都很优秀，前景看好，直到最后轰然倒下，这个过程来得很快。对于那些把自己的储蓄投资于这些公司的人来说，他们最后一无所有，或者几乎一无所有。同样的情形曾经在几年之前发生在安然公司身上。不管这家公司多么伟大，也不管你对此怎样坚信不疑，唯一谨慎的决策就是分散投资。由于为这家公司工作，实际上你已经重仓这家公司及其发展前景。

但是，有时候想进行分散化投资也并非易事，尤其是如果你在一家公司工作了很长时间，并在很久之前就购买了其股票。在公司退休计划中，股票投资需要进行特殊考虑。首先，如果股票投资不多，你可能希望从中进行资金提取，然后卖掉股票，此时需要就未实现的股票净收益缴纳资本利得税（适用特别规定）。如果把股票投资转入个人退休账户，那当你通过个人退休账户出售股票投资的时候，是无须缴纳所得税的，但对于你随后取出的任何资金，你都要缴纳普通所得税。

如果在一次性分配的时候收到了股票权证，你需要特别注意。如果决定把股票进行转移，你首先需要确定，自己的个人退休账户托管人可以接受股票。有些个人退休账户托管人是不接受股票的。例如，许多银行和储蓄互助社仅接受储蓄存款投资或者货币市场基金，并不提供完全的自我管理型个人退休账户选项。同时，许多投资公司为你

提供了一系列的投资选项，但是只限于它们自己的共同基金产品。你应当寻找一种允许进行适当分散化投资的个人退休账户。

错误7.太多的个人退休账户托管人。弄清楚个人退休账户托管人规定允许和个人退休账户规定允许的不同，这一点十分重要。你必须遵守二者之中更加严格的规定。

多年来税法已经发生了许多变化，但有些托管人（涉及各类托管人，包括银行、经纪公司、储蓄互助社、保险公司等）并没有进行相应的调整，对于国税局已经放开的规定，也仍然没有进行修正，比如说，允许开设个人退休账户继承账户等。

因此，你可能会发现自己面临这样的情景，国税局已经允许放开了，但托管人对你或者你的子女的要求却不一样，有时候条款限制更多。这种情况也适用于公司退休计划（比如说，非配偶受益人经常被要求在一年之内把所有的资金全部取出，并就全部资金纳税）。

> 注意：对于税前资金和税后资金的结转，你需要知道它们之间的差异。根据2002年1月1日起生效的新税法规定，向401(k)计划的税后注资如今也可以进行结转了。如果想结转任何类似的税后缴费，那你将不会因为转换太多而受到惩罚了！但也要注意，对于每年转换的税后额度，你需要记录下来以便用于申请税收返还。你需要提交许多表格申请。

当你年满70.5岁

当年满70.5岁的时候，你可能会犯错误8。

错误8.不理解最低提款要求的规定以及自己的适用情况。如果没有按照最低提款要求的额度进行提取，那你就可能最终需要支付未提取金额的50%作为税收罚款。

注意：你可以提取全部或部分个人退休账户资金，以满足最低提款额度的要求。有个好主意，那就是开设一个允许进行分散投资的个人退休账户，这样可让你计算简便，避免犯错。

当你去世之前

去世之前，你可能会犯错误9～10。

错误9.把遗产命名为自己的个人退休账户受益人。如前所述，绝不要把自己的遗产命名为个人退休账户的受益人。对于继承你个人退休账户的受益人来说，这将使其面临最为严格的限制。如果提名信托作为受益人，仔细斟酌措辞是个不错的办法，可以轻易让各受益人利用信托资产进行利益分割，设立独立的继承账户，而不用遵循最老或者最苛刻的受益人条款，被迫进行资金提取。

错误10.没有考虑到自己个人退休账户所面临的各种税收组合。这些税收包括联邦和各州所得税，以及遗产税和此前讨论过的可能出现的隔代转移税。

当你继承个人退休账户资产时

当你继承个人退休账户资产时，可能会犯错误11～16。

错误11.尽管并非逝者配偶，你却把个人退休账户资产转入了自己的个人退休账户！如果这样，你可能会面临50%的过度投资罚款！

错误12.没有进行终身提取而是选择了5年期限。最差的选择是立即把所有资金取出来，然后缴纳35%甚至更高的联邦所得税！

错误13.在成立继承账户的时候，没有进行正确的措辞。在个人退休账户所有者去世之后第二年的9月30日之前，个人退休账户必须进行恰当的更名，如下所示："××，已故，个人退休账户由××继承。"在继承账户的名头上，逝者的名字和继承人的名字要同时出现，这一点十分重要。在进行提取的时候，受益人要缴纳所得税，但他们只允许提取最低的特定额度，因此仍然可以像原账户所有人一样，按照同样的方式享受税收递延的好处。

错误14.提名信托为受益人，却没有与律师确认。必须符合特定的规则，信托资产才能成为指定受益人。

错误15.没有准确计算自己继承账户的最低提取额度。如果提取太少，那你就会面临罚款和更高的税费。

错误16.不征询专业建议。个人退休账户的法律规定在不断变化。对新修订规则理解错误，或者继续遵从过时的要求，都会对你以及你的子女造成重大甚至是毁灭性的影响。在实现目标的过程中，适当、定期、持续地向专家咨询是必不可少的。

401(k)账户管理的常见问题

在第3章，我们提到过，当选择401(k)账户投资的时候，投资者可能会犯下的错误。当可供选择的投资范围相对较小时，人们倾向于平均投资，而不管具体投资标的是什么。即使是著名的哈利·马科维茨，作为现代投资组合理论之父，他也承认进行了类似操作。当投资选择很多的时候，许多投资者感到无所适从，不知道该怎么做，因此就不加选择地把资金放在了货币市场基金，或者任何默认的投资标的中。还有一些投资者认为，这些属于养老钱，必须保证投资的安全，因此他们选择了那些不会带来损失的投资，也就是货币市场基金或者债券

等投资。不幸的是，正如我们在本书中多次提到的，这可能是他们所能做出的最糟糕的投资决策，因为这些投资无法增值，无法与通货膨胀保持同步，也没法满足退休的需求。经常有研究结果显示，401(k)的很大一部分资金都躺在货币市场基金中。

如果你足够幸运，在同一岗位上工作了很长时间，并不间断地为401(k)计划缴费，那你的退休金计划就有可能达到10万美元甚至更多。得到配比缴费较高的人，或者为那些实行利润分享缴费的公司工作的员工，其退休金账户金额可能达到7位数甚至更多。当查看自己整体财务状况的时候，你必须把这些资金考虑在内，同时，你也不能把这些资金用于可供选择范围之外的投资。

不管是否有专业理财顾问的帮助，你的401(k)账户都不在你咨询顾问的考虑范围之内，而且也完全独立于你拥有的其他投资。可供选择的投资机会完全取决于你所在公司采取的投资方案。对于自己并不熟悉的共同基金或者共同基金序列产品，你最好要加强学习和了解。

401(k)计划形形色色，投资选择差别很大，这意味着备受困扰的客户经常需要理财顾问的指导。客户经常希望知道，如何才能对其401(k)进行投资和管理，以便与自己的其他投资保持一致。如果你的401(k)账户额度很高，且你在未来几年处于事业上升期，那你需要指定好受益人。自开立账户以来，你是否已经离婚？也许账户受益人的名字是错的。如我之前所说，对于这部分退休计划，你需要提早准备。

在更广泛的范畴内进行讨论，这显然已经超出了本书的写作范围。我只想提供一些建议，就客户问我的关于401(k)投资的一些最常见问题进行解答。

（1）我是否应当加入401(k)计划？通常来说，你投入的越多越好。这不仅是现在减少纳税的一个简单方法，而且随着储蓄的增加，

这也能提高你未来的定期收入。许多公司也提供匹配缴费，这相当于在当前节税的基础上，又获得了免税的收入，并增加了退休时可用的资金。此外，如果现在50岁或者更老，你还可以享受额外的税收抵扣缴费的好处。

（2）我应当如何分配401(k)投资？最简单的401(k)投资分配方法就是利用与你的其他投资相类似的资产分配模型，因为这与你的风险承受程度和时间要求都比较吻合。但这种方法也有一些缺点，见下一个问题。

（3）我的401(k)计划只提供了一些指数基金和一些主动型基金，我如何才能选好主动型基金来满足自己的资产配置需求？与利用自己的整体资产配置策略，根据自己的时间要求和风险容忍程度进行投资相比，显然前者属于更差的选择，你应当记住：

①许多401(k)计划所提供的大类资产投资选择，与我们模型中所用的并不吻合。在你的资产配置中，你可以进行类似的投资以实现足够的分散化投资效果。

②对于其他401(k)计划或面向公众提供的主动型管理共同基金产品或独立账户而言，我已经在书中描述过，它们可能具有投资风格漂移的问题。一只基金可能被宣传是“美国大型公司”基金，但其宣传手册可能会声明，投资经理保留投资权利，可以将15%～20%的投资用于国际基金、房地产或短期基金。由此带来的结果就是，在选择主动型基金的时候，我根本不认为历史记录是最重要的参考指标。相反，要确保基金满足特定资产配置的投资标准，而且确实是遵循其投资理念进行了投资。举例来说，如果面向小型公司股票的基金经理买入了大型公司股票，那你是无法由此实现自己多元化的投资目标的。

③在选择固定收益基金产品的时候，不要过于看重收益率，因为高收益基金产品可能属于长久期基金，这相应会提高你投资组合的波

动性，这些高收益产品也可能属于低评级的债券，会增加投资组合的风险，而后者原本是用来对冲风险的。相反，要着重观察该类债券基金的久期：短于7年是最理想的情形。此外，如果你的退休账户可以提供稳定价值基金投资，对于自己账户中属于固定收入的部分，你可以考虑将其投资于这类产品，因为此类基金一般波动性较低。

④还有一个更简单的方法，那就是寻找一些已经进行了资产配置的基金产品。这类基金有时也被称为平衡基金、基金的基金或者生活方式基金等。根据你的个人风险容忍度或者预计退休年龄，也有些投资基金可以提供基金投资选择。

（4）我应该多久就查看一下自己的401(k)基金到底都进行了哪些投资？你应当带着以下这些问题，每年查看一次自己的账户：

①是否存在部分投资低于或超越业绩基准的投资表现，导致需要对投资组合进行再平衡，使其恢复到最初的资产配置状态?

②如今的资产配置是否仍然适合自己的时间要求?

③基金是否实现了投资目标并仍然代表着其投资资产类别?

④再次问一下自己，投资于公司股票的金额是否已经相当于自己总投资组合的10%～20%。受雇于公司的事实，意味着你在公司已经投下了很重的筹码,再加上很高的股票持仓，会显著提高你的投资风险。

结语箴言 我还有其他的秘诀吗？仅此一条：不要追逐收益率！我不断地重复这句话，因为这确实很重要。你需要坚守自己的配置模式，不要频繁调整，因为有些基金表现糟糕，而其他基金会有好的业绩。这是正常的，这意味着你的投资已经得到了分散。购

买去年表现优秀的基金，卖掉去年表现糟糕的投资，从长期来看很可能会导致很差的投资业绩。

第4篇 财富保障：面对无处不在的风险

第10章
充分利用人身保险

早年在塔拉证券工作的时候，我就花了大量的时间从事遗产规划，也就是说，我与保险已经打了许多年的交道。从整体上看，保险是遗产规划师需要利用的最重要的工具之一，它能够为年轻的家庭提供保护，使其从财务上免受双亲之一早逝的影响，在个人生命的晚期，可以提供医疗护理服务（我在第11章会单独谈论长期护理保险），利用保险还能够实现财富的代际传承。我一直坚定地认同人寿保险的价值，不管你对保险行业、对保险经营行为有什么样的看法，保险本身在许多人的财务管理中都起到了重要的作用。但正如你很快将会看到，人们已经把保险的概念与不怎么受人尊重的行业或者个人保险代理人的展业行为联系起来。

纵观本书，我已经描述了华尔街的道德败坏和股票经纪人的胡作非为。根据自己的经历，我要进一步说明，人寿保险业及其营销行为也是混乱无序。但即便如此，许多客户依然对保险产品存在着现实的需求，我也曾经规划过许多遗产处理案例，在形势动荡的背景下，正是通过保险，才维护了家族产业的完整，或者为保险人配偶提供了急需的现金。

在工作过程中，有时我需要向专家求助，帮我应对一些特殊情况。特别是保险，更是我需要求助的内容之一。因此我并没有作为一位通才来负责本章的写作，而是邀请了霍华德·凯特来帮忙，作为注册理财规划师、特许人寿保险人和特许财务顾问，他曾经是我在塔拉证券的合伙人，如今是我在富勒姆财务管理有限责任公司的合伙人，我想让他与我们共享其在保险领域的专业经验。霍华德属于第二代的保险专家，他曾经为数以百计的税务专家提供帮助，为

他们制定这一复杂混乱业务领域的财务规划。本章下面的内容都是由他执笔。

一名保险代理人的自白——霍华德·凯特

我叫霍华德，是一名保险代理人。

伍德·艾伦（Woody Allen）说过，“世界上有些事情比死亡还糟糕。你是否有过花一下午时间与保险营销员交流的经历呢？”

当听到这些的时候，我们为什么会发笑？在我看来，这是因为现在保险行业的名声完全是咎由自取，也完全是实至名归。

在从业过程中，我逐渐认识到行业内的资源开发、滥用、销售行为、激励措施，还有贪婪的欲望，我的合伙人跟我一起，试图让客户和会计师们知道，保险行业好的一面、坏的一面以及见不得人的一面。本章我想实现3个目标：

（1）让你知道，人寿保险正如其他保险产品一样，可以帮你应对死亡等巨灾风险。

（2）让你知道，保险行业到底是怎么出了问题，其后果如何。

（3）提供一个表单，可以指导你选择合适的保险产品，确定适当的保险金额。

正如诺伯特所说，我属于第二代保险代理人。我的父亲在第二次世界大战之后，花了大半辈子的时间，通过向有需求的人出售小额保单，实现了自己的美国梦。当时，保险代理人只能销售小额现金价值保单，这类保单给代理人的佣金很高。1955年，当时汽油是0.06美元

每升，一套房子的平均价格是2.2万美元，对于工薪阶层来说，一份1万美元的人寿保单可就算得上对冲风险的巨大投入了。父亲通常周一早上从家里到郊区，日夜操劳，直到周五晚上才回家。从事这种工作，代理人牺牲了自己的家庭生活，保险公司只有提供极高的激励，才能为他们提供补偿。随着销售大量小额保单的这种商业模式逐渐发展，佣金结构也渐渐成型。对消费者来说，很不幸的是，即使是在这种展业模式过去之后的很多年里，高佣金的保险业务模式依然盛行，在20世纪70年代和之后都是如此。正如近期典当行业的经历一样，这只会让人们更加贪婪，并助长了行业滥用。

当1981年最初加入保险业的时候，我只是从教育行业转行的一名新兵，当时在保险业占据统治地位的，是那些一门心思赚取佣金的人，而不是那些为客户提供帮助的人。幸运的是，雇佣我的人并不是这种人，而我也受到了全面的培训，其中就包括理财规划的基础知识。最终我的服务对象，是企业主和需要利用保险来应对遗产税的那些人。但展业之初，我也是保险公司的全职代理人，评价工作业绩的唯一标准，就是我的保险销售能力。正如此前我父亲一样，我也是环境的产物。我当时刚有了孩子，我要依靠佣金生活，我也需要支付各种账单，因此我就开始了推销保单的生涯。

当1981年我最初展业的时候，低成本的定期寿险已经在市面上存在了一段时间。对按年缴费的定期寿险产品来说，其首年佣金费用为30%，续期保费佣金为2%。与此形成对比的是，现金价值保险（你可以认为这是终身寿险，终身寿险属于现金价值保险的一种）的寿险佣金是55%，还有一些其他激励，累计可能高达85%，续期保费是10%。此外，现金价值保单的首年保费与保额是一样的，与定期寿险保费相比，前者金额可能比后者要高10～15倍。对第二次世界大战之后经济复苏背景下的保险公司来说，这是它们开始资本滚雪球的发端，但导致的结果却是，与被保险人相比，保险代理人和保险公司受益更多。

对于上面的最后一句话，保险代理人和保险公司可能会有不同的意见，他们会辩称，多年来保险公司做出了天价赔款和给付，帮助无数家庭和企业度过了经济难关。但下面是代理人最初接受培训的内容：问问客户，每周或每月可以拿出多少钱，然后建议其购买尽可能多的现金价值产品。问题本应该是这样的：客户到底需要多少保险？代理人应当采取的措施是为客户选择合适的保险产品，使其得到合理的保险保障。对1万美元的现金价值保险和10万美元的定期寿险来说，其首年成本十分接近，但向营销员支付的佣金却天差地别。

我知道，保险公司会告诉你，现金价值产品有助于你存钱，而定期寿险的保费是逐年递增的，我也知道全套的说辞，如何劝你购买现金价值保险，而不是理会定期保单。但是现实情况是，在1985年，我宁愿向一位年轻的寡妇开出10万美元的赔款支票，以便维持其家庭生活，并帮助孩子顺利就读大学，也不愿意给她同样价格、由现金价值保单提供的1万美元赔款。

30年前，当我最初为客户提供服务时，绝大部分寿险保单都是由相互制保险公司签发的，而不是股份制保险公司。相互制保险公司从形式上看是由保单持有者所有。这就意味着，对于相互制保险公司的超额利润，应当以保单分红的形式返还给保单持有人。这种公司结构享有极强的税收优惠，并给保险持有人带来了巨大收益。由相互制保险公司签发的保单被称为参与型终身寿险产品。

由于公司为保单持有人所有，公司全部收益要放入基本账户，用于支付公司运营费用，并提取相应的准备金，以备未来支付之用。相互制保险公司很有意思的一点是，当公司盈利时，这些利润扣除公司运营费用以后，要以保单分红的形式返还给公司所有者/保单持有人。分红范围在保单签发时就确定下来，但公司并不保证，这些分红一定可以发放。随着人们寿命的不断延长，利率也逐年提升，这为公司带来了额外的投资收益，这些公司在20世纪70年代和80年代都很赚钱，

分红预期都很高。但对相互制保险公司来说，不幸的是它们的成长速度只能同步于公司保单销售的速度。如果希望发展更快，并筹集更多资本，很多公司不得不转换成为普通的公众持股公司。在这个过程中，它们以公众公司的名义向保单持有人发放股票，并在股票市场上销售新的股票。如今这些去相互制保险公司的收益需要与股东和保单持有人共享，市面上相互制的保险公司已经为数不多了。

受20世纪80年代早期通货膨胀率较高的影响，保险行业的盈利形势逐渐发生了转变。对低成本、高保额的定期寿险，仍然存在真实的市场需求。佣金结构也开始改变，代理人的佣金激励由保险产品的类型转向了保费规模的高低。但整个行业依然过于沉迷销售高成本、高佣金的现金价值产品。此外，如今还可以利用计算机来模拟保险条款，把保单演示结果以白纸黑字的形式确定下来。这些保单演示是下一波向消费者推销话术的发端。由于高佣金结构和弱监管环境，活跃的保险代理人和保险公司利用计算机演示结果，吹捧现金价值保单的税收递延/免税等特点，鼓动人们购买这类巨额保单用于投资。在没有道德底线约束的背景下，代理人和保险公司处心积虑地推销保险和年金产品，滥用客户资源，在某些情况下甚至对保险公司本身造成了毁灭性的影响。

本章之所以重要，是因为在家庭或企业需要的时候，也就是当事人去世时，人寿保险是唯一具有流动性的产品。几乎在人生命的各个阶段，人寿保险都属于大多数财务规划的核心。问题在于，保险产品具有迷惑性，而保险代理人则把自己的收入需求放在客户的真实需求之前。更糟糕的是，面对宽松的监管环境，善于钻空子的个人代理人经常做出违背客户利益的举动。我们的目标是，通过一些简明易懂的举例和原则，让你可以区分合适和不合适的保险产品。

保险属于非常复杂的金融工具。直到现在，保险公司仍然十分热衷于花费大量时间，培训和鼓励员工进行产品销售，而不愿意向消费

者解释和展示保险产品复杂的运作原理。20世纪80年代末期和20世纪90年代早期，利率及股票市场的大幅波动，对代理人和保险公司设计的这些花哨保单和产品产生了很大的影响，这些保单设计的目的，只是为了实现一个主要的目标：那就是兜售高保费的现金价值产品。

为什么如此多的人不喜欢保险 为什么大家这么不喜欢保险呢？通常当花了成百上千块钱之后，你就会希望得到某种有形的东西作为回报。但就保险来说，尤其是人寿保险，属于无形产品。你付了很多钱，但被保险人往往不会因为支付保费而获得实际的回报。保险受益人得到了切实的回报，而不是被保险人。最重要的是，源于保险产品的复杂特点，保险业在大力宣传推广现金价值产品方面表现平平。近年来，我接触过的大多数人都坚定地认为，购买现金价值人寿保险完全属于浪费。

汽车保险与人寿保险形成了鲜明的对比。几乎每个人都曾经进行过车险索赔，尽管从一生的时间来看，与收到的理赔相比，你几乎注定会支付更多的保费。但奇怪的是，与支付寿险保费相比，人们支付车险保费的感觉会更好。为什么？我认为最主要的原因，是在我们活着的时候，就能够得到车险的理赔。尽管我们都很确定，在一生当中，几乎每个人得到的理赔都低于其支付的保费，但我们毕竟得到了某些东西。而对人寿保险来说，你去世之前是无法得到任何东西的，人们把现金价值视为浪费的资产。对许多人来说，只有当他们身患重病，死神敲门的时候，才会考虑自己是否购买了足够的人寿保险。

你可能认为这只是另外一个保险代理人想找理由向你推销现金价值产品，因此决定略过本章，请不要这样想，因为实际并非如此。读完本章之后，你将会对人寿保险形成更加清晰的认识，至少在与代理人沟通的时候能够知道一些基本的信息，更有利于根据自己的需要挑选合适的产品。

保险类别

总体来看，有两类基本的人寿保险：定期寿险和永久寿险。永久寿险又称为现金价值寿险，或长期寿险。

（1）定期寿险。这类保险产品为投保人提供一段期间的死亡保障，通常时间为一年。最简单来说，可以将这类保险看作与汽车保险类似的产品。所有人都知道，车险承保时间是一定的。你每年都会支付保费，获得当年的保障。如果保单失效之后，你发生了事故，那保险公司是不会赔的。定期寿险没有现金残值，它只反映了随着被保险人年龄的增长，为了维持保单生效所需的成本。我们随后将会看到，这类保单可能十分昂贵，随着人们年龄的增长，保单生效的成本将会很高。

（2）永久寿险。正如其名称所展示的，永久寿险的期限不止一年。实际上，通常该类保单的目的，是为了确保不管被保险人什么时候去世，保单仍然生效。永久险保单通常有两类，终身寿险和万能寿险，由此还有许多变种。我将只讨论最常用的保险产品。

在每个签发的保单中，最核心的就是死亡责任，也就是被保险人向保险公司支付的保费中，用于承保被保险人当年死亡风险的那部分成本。其价格是由保险公司评估得来的。定期寿险只包括死亡责任，而现金价值保险还包括保单投资的那部分费用，其计算方法多种多样，以此来确保在被保险人生存期间，保单能够持续生效。

定期寿险

定期寿险是指这样一种保单，它并不包含现金价值，而只反映死亡成本。在大多数保险计划中，这类产品都是绝对不可或缺的，因为只需要缴纳很低的保费，就能够为一个人提供高额的风险保障，在承保期内的某个时点如有需要就可以发挥保障作用。某人有一个两岁的孩子，可以预见，其需要工作赚钱，抚养这个孩子长大，一直到某个时点，比如说孩子读完大学或者年满20岁。在这种情况下，购买一份20年或者30年的定额定期寿险保单显然是合适的，如果这期间父母去世，保险就可以发挥作用，也许当孩子离开学校之后，父母可能没有储蓄，无法帮助孩子支付学费或者为研究生学习提供保障，该保险也可以为此提供保障。

定期寿险有两种主要的形式，分别是每年续保的定期寿险（保费每年提升）和定额定期寿险（保费在合同约定期间保持不变）。这段保险期间之后，可以选择不再续保，或者按年续保，但是续保保费要以当时的费率水平来确定。定额定期寿险的期限可以是5年、10年、15年、20年，甚至30年。要选择合适的定期寿险，需要考虑个人希望支付的额度以及所需的保障期间，在二者之间取得平衡。

在我看来，最简单又易于理解的表述是：长期保费固定的定期寿险成本已经很低，人们没有理由不考虑购买大额的个人（而不是通过公司购买的团体保险）定期寿险产品，尤其是那些抚养年幼孩子的人更是如此。

仅仅出于演示目的，我将用一张表格，比较一下不同类型的定期保险在特定年份的保费情况。表10.1列出了4类不同类型的保单：年度可续保保单（保费每年提高），10年期、20年期和30年期定额定期保单（在特定期限内保费维持不变）。定额定期保单到期之后，有些公司允许续保，也有些公司不允许。如果可以续保，其保费一般与表10.1中所列示的年度可续保保单的保费类似，下面的保费报价来自一家财务上比较健康的大型保险公司。要特别注意，所有保单都是可保

的，也就是说，为了计算出特定的保费额度，保险公司需要评估你当前的健康状况和家族病史。表10.1列出了针对4类保单中每一类的年度保费。保额为100万美元，被保险人为男性，35岁，不抽烟，相对健康，位于第二类最好的风险类别。

表10.1 4类不同类型保单定期寿险的成本

保单年限	年度可续保（美元）	10 年期定额（美元）*	20 年期定额（美元）*	30 年期定额（美元）*
1	610	450	710	1 020
2	630	450	710	1 020
3	660	450	710	1 020
4	700	450	710	1 020
5	730	450	710	1 020
10	5 550	450	710	1 020
20	12 860		710	1 020
30	36 900			1 020

注:*表示定额定期保险期间过后，保单不再有效。
资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司，根据主流保险公司数据汇总

永久寿险

永久寿险保单包括现金价值账户，其价值逐年增长。这意味着，你每年支付的保费中，部分用于支付保险公司经营成本，部分用于保单内部投资价值的增值。

公司需要根据在险金额（总的死亡收益减去现金价值）乘以从被保险人那里获得的死亡率（死亡风险），定期对保单风险进行评估，确定死亡成本。也就是说，当保险账户存在现金价值，被保险人死亡

时可以此向其进行支付，这就降低了保险公司的风险，而且随着被保险人年龄的增长，死亡成本是逐年提高的。

正如我在本章之初所说，低成本的定期寿险已经有40多年的历史了，但保险公司有强烈的经济冲动来销售现金价值产品。从历史的角度来看，终身寿险属于现金价值产品的一种，而且新型终身寿险产品，比如说万能寿险和可变万能寿险等，也都属于现金价值产品。本章后面我还将对此做进一步的描述。

举例来说，看一下下面两大类人：（1）美国所有35岁的人；（2）美国所有85岁的人。你很容易知道，第二组的人中本年死亡的概率要大于第一组，是吗？因此，与第一组相比，保险公司就需要向第二组收取更高的保费，以便覆盖死亡成本。

现在再看一下年度可续保保险的保费。这是最纯粹的寿险保单，因为每年保费都在提高，反映了死亡成本的上升；被保险人每年需要支付更高的保费，才能让保单持续有效（每年购买一张新保单的成本，将是另外一种完全不同的情况，这里我不展开讨论）。

表10.1向我们展示了，随着年龄的增长，购买定期寿险的成本也会逐年提升。我们要注意，续期保费的金额并不是每年在同样的年龄购买新保单的支出。如今预期寿命的中位数约为84岁，这就是说，有50%的人会在84岁或之前去世，有50%的人会在85岁或以后去世。在84岁去世的人约占总人口的4%。按照我们的简单模型，显而易见的是，84岁以后购买寿险保单不仅费用高昂，而且回报极低。如果85岁或更老的时候需要一份保单，那你最好年轻的时候就做好准备，来抵消自己生命后期这些高额收费的影响。随着年龄的增长，不仅死亡成本会显著提升，考虑到健康问题，你甚至可能根本没法买到保险。现金价值之所以如此重要，这种状况也是原因之一。保单中的现金价值可以对冲未来的高额费用。

永久寿险的两种基本类型是终身寿险和万能寿险。

终身寿险

终身寿险是永久寿险的一种，作为现金价值保险的主要险种，我在20世纪90年代销售的就是这类保险。举个简单的例子，一份保单每年保费为5 000美元，死亡保额为50万美元。你所支付的5 000美元保费要高于每年的死亡成本，因此这将会让保单的现金价值随着时间的推移而不断增长。剩下的保费（也就是超过纯粹死亡成本以外的保费）放入了现金价值储备，后者主要由两项内容构成，即保证价值和非保证价值。保证价值是非常保守的合同保证金额，其设计结构是随着时间的推移金额不断增长，直到未来某个时间，保证现金价值与保证死亡成本实现持平。

如果是相互制保险公司，公司整体经营产生的利润包括投资收益超过保证收益的那一部分，也就是超额收益，需要纳入保单之中，以非保证分红的形式返还给保单持有人。以复利计算，长期来看这将是一笔不菲的金额。这些保单完全可以累积足够的现金价值分红收益，最终用于支付未来的保费，因此保单可以实现自给自足。当被保险人可以负担得起高额保费的时候，终身寿险是很合适的，终身寿险提供的独特担保也有很强的市场需求，现金价值变成了整体解决方案的组成部分，其运用主要包括遗产规划或者特定的商业情形。

万能寿险

万能寿险属于永久寿险的另外一种形式，相互制和股份制保险公司都可以发售，从某种形式上讲，万能寿险是对终身寿险的继承和发扬。万能寿险的保费结构比较灵活（因此适用很广），允许被保险人很轻易地提高或降低保费。万能寿险有两种，分别是利率敏感型万能寿险（由保险公司宣布，在某一特定时间内维持某一保证利率）和可变型万能寿险（投资于与变额年金同样类型的子账户；这些子账户的

运作类似共同基金，并与保险公司的一般账户隔离开来；合同所有人选择其所使用的账户类型）。与参与式终身寿险（participating whole life）相比，万能寿险更易于理解，因为就基本结构而言，其保费更加直观透明。

通常来说，与变额保单相比，利率敏感型保单的风险更加可控，随着被保险人年龄的增长，可以用来累积现金价值，降低未来的死亡成本支出，或者用于其他指定、特别的商业目的；变额保单只能用于优化内部现金价值的构成。在这些情况下，要求缴纳的保费都很高，购买此类保单的投保人需要充分了解与这些保险合同相关的投资风险。

与终身寿险相比，万能寿险更易于理解、费用更加透明、保费更加灵活。但大多数人并不知道，在设计万能寿险产品的背后，保险公司暗中把原本适用于终身寿险的许多保证条款都转移到了万能寿险上面。根据万能寿险保单的规定，保险公司拥有很高的自由度，每年都可以变更向你许诺的保证利率，也可以变更保单的非保证条款，甚至变更死亡费用。保险公司的行为看起来相当随意，而你作为保单持有人却没有追索权。而在终身寿险保单条款里，你是公司的股东，你和保险公司的根本利益是一致的。

自20世纪80年代早期万能寿险出现以来，直到20世纪90年代，对于把风险转移给保单持有人，保险代理人和消费者都没有真正理解其长期影响。但近些年来，为了适应市场变化，保险公司已经设计了一些保险产品，体现了市场的呼声，即当需要保障的时候，确保保单不会失效。

现金价值和保单失效。这部分的目的，是为了简单说明万能寿险保单的现金价值是如何体现的，看一下如果保单价值不足的话，将会发生什么状况，并会介绍一些最新的终身万能寿险保单。这一部分并不是要面面俱到地介绍，说明保单的运作原理及各类保费支付策略

的影响，也不想详细评估保费收入的变动情况，这已经超出了本书的范围。这一部分只是进行原则性介绍，让你可以与保险专业人士进行交流沟通。

简单来说，万能寿险保单的运作原理如下：支付保费给保险公司。根据缴纳的保费及其未来收益，开立现金价值账户。如前所述，收益要根据合同属于利率敏感型还是变额保单确定。每隔一段时间，通常是每月，死亡成本（死亡收益和现金价值之差，就是保险公司所承担的死亡成本或死亡风险）和保险公司的其他费用（合同会列明）要从现金账户中扣除。随着现金价值的提高，保单的风险额度不断减少（对100万美元的保单来说，如果有20万美元的现金价值，那对保险公司来说，该保单只有80万美元的保险风险，因为保单已经有20万美元的价值了）。

图10.1表明，一家大型保险公司针对一名35岁、相对健康、不抽烟的男性投保人，保额为100万美元，设定的保费为5 411美元，这一保单将如何运作。保费收入设定的利率水平为5.95%，要评估当前的预计死亡保险费，使得被保险人100岁的时候，预期现金价值和死亡收益都是100万美元。这个结果不错。这意味着，当被保险人死亡的时候，死亡收益是可以得到覆盖的。

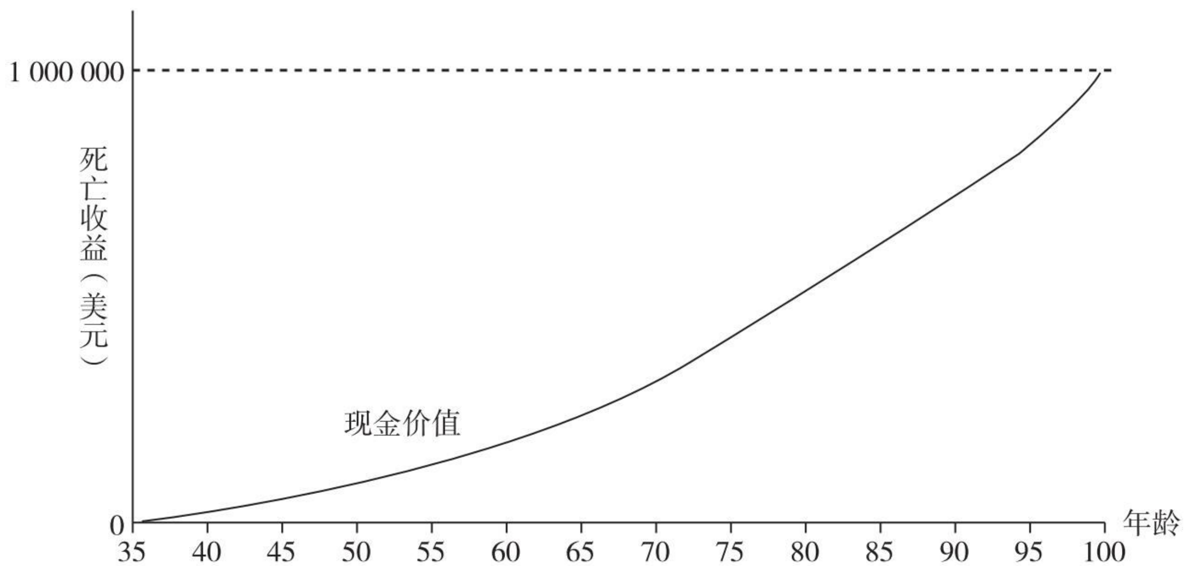


图10.1 终身寿险保单，利率5.95%水平下的现金价值

资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司，根据主流保险公司数据汇总

图10.2展示的是同一张保单，只有一点变化：保证利率降为4.95%。在本图中，当投保人到91岁时，保单现金价值为0。这意味着当其92岁的时候，除非保单持有人支付当年的死亡费用（想一想，保额为100万美元，投保人年龄为92岁的定期寿险保费），该保单将不存在用于支付的死亡收益。这个结果可不好。

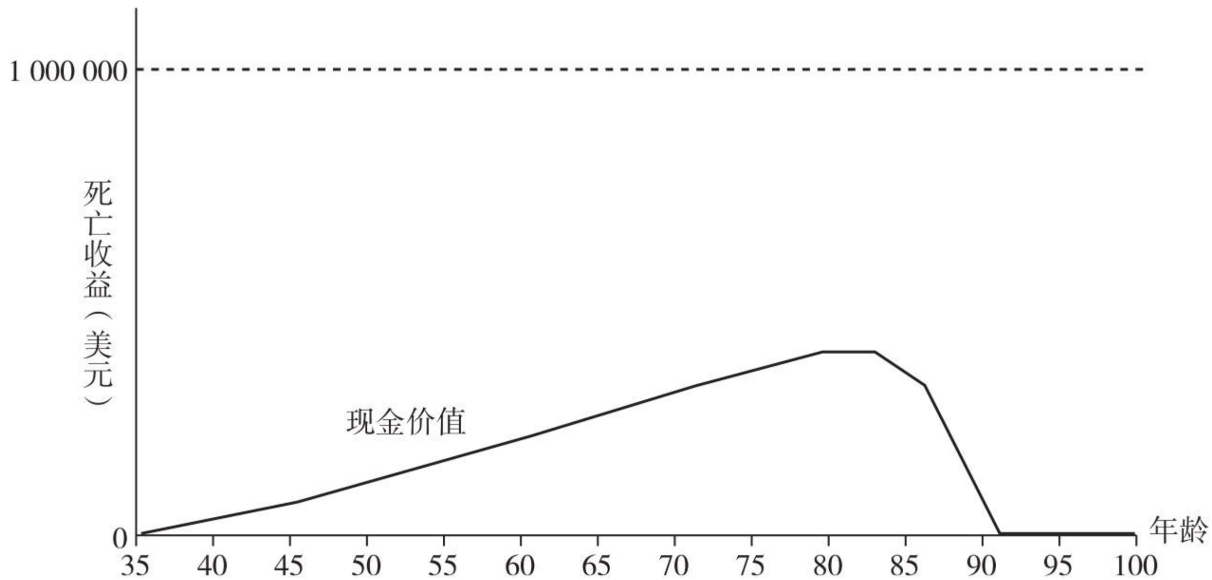


图10.2 终身寿险保单，利率4.95%水平下的现金价值

资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司，根据主流保险公司数据汇总

保证利率只是一张保单的诸多变量之一，其他因素还有：

- 保费缴纳的频率。年初趸交5 411美元与分成12个月缴纳，二者产生的收益是不同的。
- 预期死亡费用与保证死亡费用。保险合同需要同时确定最低利率和最高死亡成本，以此确定收费水平。所有的演示都必须同时列出预期和保证的利率及成本。在保单生效期间，对于向团险保单收取的利率，保险公司有权更改，但对个险保单则不行。你认为，对于现在生效的保险合同，保险公司未来自动降低其收费标准的可能性有多大呢？

- 在保单生效期间，改变保费金额和付款频率将会对以后年度的保险合同产生影响，甚至会危及死亡收益的积累。
- 变额保险合同由于其在股票市场的投资，正如我们在第7章讨论的一样，也会受到时点风险的影响。

万能寿险的新视角。截至目前，由于行业变化几乎从未进行过披露，你可能会对保险行业本身的道德和正当性产生怀疑。但它之所以采取这种经营方式，原因正如我此前所说，人身保险的复杂程度相当之高。保险公司试图平衡的是从现在开始50年、60年或者70年之后，还能履行死亡收益的给付承诺，与此同时还要在不断变化的业务模式下，努力赚取一定的利润。但底线是，大多数人只是希望得到下面这个问题的答案：在我还活着，具备保费支付能力的现在，我需要付出多少保费，才能保证当我去世的时候，能有保险补偿?

针对这种需求的应当是像定额定期寿险这样的产品，而且不是那种20年或者30年期的产品。再回顾一下，定期的意思是向你签发的保单带有保证条款，在设定的期间内持续有效，且同期保费维持不变。但这类保险合同总是有期限的。

万能寿险最新的一种形式，就是能够保障终生的定期寿险。合同要求你支付一定金额的保费，然后确保合同持续有效，直至你去世。与传统的万能寿险相比，这更容易理解，而且更适合财务规划的需要。这些合同也具有现金价值，但只是为了确保合同生效之用，并不具备资金累积的用途。这种类型的保险合同演示确实体现了现金价值，但其金额要比传统的万能寿险保单更低，保费却保持一致，因为投保人需要支付这部分保证保费，以确保保单不会失效。

滥用销售行为

如果你曾经与保险代理人交流过，并要求看一看保单条款，你就会知道，阅读保单条款就如同看天书一样。这些条款显示，保单价值将按照稳定可靠的速度增长。但如果翻开展示最低保证条款的那一页，你就会看到完全不同的内容：现金价值的增长并没有这么快，甚至可能只有很少的现金价值。大多数保险代理人并不会让客户看到这一页，更不用说会向客户介绍，以便让他们理解了。

当保险公司卖出一张保单之后，它会将投资于该保单的资金收益进行演示。当20世纪80年代利率很高的时候，公司会假定未来还将维持该利率。有时代理人进行推销展示的时候，就好像这些收益能够一直保持稳定，未来也将如此一样，即使现在的保险营销也是如此。代理人可能会向你暗示，作为保单持有人你将会得到不菲的收益，甚至可以停止支付保费，且保费绝不提高；而所有这一切，都依赖于保单分红、利率水平或投资收益等因素的可持续性。这些预期演示只是一种估计，根本不是什么保证。

产品的创新和保险公司向投保人的风险转移并没有止步于此。20世纪80年代末期和科技泡沫期间，股票市场也曾经上演过类似的疯狂。保险公司随后转而推销变额万能寿险。你可以选择把保费投入各种股票子账户（这正是该产品名字所指的变额部分），该账户的资金投资于各类股票。如今，人们预期，未来股票市场可以为你的保单现金价值带来超额回报，尽管高昂的手续费会让收益大打折扣，这些投资账户的管理费用通常要高于共同基金的平均水平。这些费用有时甚至高达350个基点（3.5个百分点）。如果你的股票账户投资收益达到20%，你可能不会留意350个基点的费用（实际投资收益是16.5%），但如果你的账户收益率为6%，那你一定会注意到，管理费用要占一半还多。尽管与传统的终身寿险保单相比，这类万能寿险产品的结构设计使得其透明度更高，但这种高成本模式，使得保单持有人更倾向于选择一种激进的投资配置。此外，当市场行情不好的时候，根据保费

支付的金额和频率，你未来甚至都没有足够的现金价值，没法让保单继续有效（见图10.2）。

正如本书所说，市场经济条件下，收益的提高总是要伴随着风险的提高。在20世纪80年代和90年代的牛市期间，保险代理人推销变额万能寿险保单，利用的就是消费者的预期，即股票市场将继续按照每年12%的回报率持续下去。通常，人们应该参考市场的历史表现，如在过去10～15年里进行股票投资，业绩表现如何，从而预计未来投资表现。要记住，就这类保险产品而言，投资账户是独立管理的，其管理方式与共同基金十分类似，保费也很灵活。保险代理人进行展示的资料，依据的是使保单生效的最低保费数据，预期的线性增长率为10%～12%。要注意，与你的其他市场投资一样，所有此类账户都面临着同样的投资风险和同样的预期回报，但这一切都被打包放在了变额万能寿险产品中，因为死亡风险费率要根据市场表现来确定。如果投资收益很高，那保单的现金价值就很高，死亡风险保费就比较低；如果投资收益很低则是相反的情形。如果变额万能寿险的投资业绩不足，就会同时导致现金价值不足和保单缴费提高的双重后果。这种螺旋式下滑的效果，与个人退休时间选择错误导致的影响是一样的，对此我们已经在第7章进行过说明。

人寿保险最糟糕的一面，直到今天才逐渐显现。对于20世纪80年代和90年代开出空头支票、销售这类保险产品的代理人来说，他们中的大多数人现在已经离开了保险业。实际上，我曾经见过一个数据，在保险业从业的人员当中，有95%的人在3年之后就离开了。这意味着，许多今天仍然生效的保单，是伴随着不切实际的预期被推销出去的，如今保单仍然放在文件柜最上层的抽屉里，没有人过问。即使那些仍在保险业的代理人，他们可能已经转向了其他业务领域，而不再关注现存的这些保单了。

导致的结果可能是，保单保费太低了，没法覆盖保险合同的死亡成本。对于万能寿险合同和有定期寿险条款的终身寿险合同来说，这些问题更加突出。导致的结果是，要不保单将会失效（如图10.2），要不保险公司就需要收取很高的保费，以便使保单继续有效。如果你拥有一张保单，销售时向你许诺的回报远超当前市场水平，那你现在就需要好好看一下，确定其是否符合你的需要及预期。

保险公司的去相互制可能是另一桩丑闻。我此前提到，对于那些希望迅速发展的保险公司来说，它们在20世纪90年代决定上市，当时是公开募股的黄金年代。好的一面是，当时公司向其保单持有人发行了股票，在很多情况下，这最终对新股东是件好事。但天下从来没有免费的午餐,公开募股之后，保证水平之上的超额收益需要与第三方共享：也就是与普通股东共享。因此以股票交换作为对价，从其现有的终身寿险保单那里，公司的保单持有人曾经、现在的分红都低于预期。如果你拥有一张由去相互制保险公司签发的保单，你最好仔细评估一下，该保单是否还能够满足你的需求和预期。

在做出终身寿险购买决策时，要参考保证条款，而不能看预期。代理人会向你展示预期表现，而不会告诉你保证条款,你要做的正与此相反。此外，一定要购买你可以理解的保单。注意，这与本书其他地方诺伯特的建议多么类似，要把资金投在你可以理解的策略中。

20世纪90年代早期我在塔拉证券工作的时候，当时人们对投资回报的预期正在发生变化，我们考察了自己所销售的部分保单的效果。如果情况合适，我们还会利用当时的利率进行有效模拟，然后以低于当时的利率再次模拟，看一看对这些保单的影响。而后我们会回来与一些选定的客户进行交流，看一下为使保单生效而需要缴纳的保费情况。

借款与人寿保险

为了诱使客户购买高保费的现金价值保险，潜在的客户会被告知，通过保单现金价值和保单分红，他们可以使用保单贷款，因此就为退休积累了巨额的税后净现金流。其中的诀窍类似：你支付保费，直到该保单积累了足够的现金流，然后你就可以以免税的方式进行保单借款。保单提取方式或者是保单贷款，或者是部分分红给付，它们都属于应税所得。但在这种情况下，一如继往的实际情况是，天下没有免费的午餐。

尽管上述情况可能是真的，但现实情况首先是，在大多数情况下，只有经过很长时间甚至是很多年以后，一个保单才能积累起足够的价值，投保人才能开始提取。然后当保单积累了足够的价值之后，你就会发现，尽管这部分资金是免税的，却不是免费的：保单也要收取一定的费用，这会减少保单整体的现金价值，影响保单的承保范围，最终可能带来沉重的税务负担。你借得越多，就越有可能对保单造成不利影响。在大多数情况下，进行保单借款并不怎么划算，除非我们对此进行仔细的研究，但即使这样效果可能也不怎么好。

最差的情况会发生在那些购买了保单之后，希望通过贷款进行保单提取的人身上。借款开始之后，这些保险就面临着未来某个时间失效的风险。当保单失效以后，所有税基（也就是超过已交保费的那部分）以上的提取都要被视为应税收入。保单失效的时候，对于贷款的利息，尽管并不是用现金支付的，也要被视为即期的提取。由于贷款利息为复利计算，同时保险合同收益是延迟确认的，对于那些实施过贷款的保单，一旦失效或者进行现金退保的时候，就有可能面临极高的纳税义务。要记住，当无法提供进一步保险保障，或者合同所需保费额度很高，却没有足够的资金支付巨额税负的时候，就会导致保险合同的价值为零，此时保单就失效了。这种后果相当严重。

对于那些有贷款计划或者正在贷款的保险保单，我们必须每隔数年就对其进行检查。如果你希望退保或者不再继续让保单生效，而保单又存在应税收益的话，那这些收益要立即作为所得纳税。一旦保单退保或失效的情况发生，就如同妖怪从瓶子里逃出来，再也没有办法放回去了。但如果有足够的时间，还是有办法改变这一状况的。

尝试利用人寿保险为退休提供帮助 对大多数人来说，通过购买终身寿险的方式为退休提供资金并不合适。税收递延和可能的免税提取所带来的收益，并不能覆盖保单签发成本。对少数人来说，尤其是在一些商业环境下或者在大型遗产规划过程中，这种额外的保险杠杆结构是适用的。但不幸的是，在保险代理人看来，终身寿险和万能寿险保单就是财务方案规划过程中的瑞士军刀，简直是无所不能。

我在其他地方就说过，当你试图利用保单来实现经济价值增长的功能时，额外的风险就产生了，因为保险的功能，就是在你去世的时候提供死亡风险保障。令人难过的是，仍然有许多的保险代理人，通过设计一些好到难以置信的产品方案，极力推销现金价值保单，这些保单注重收益激励，却与死亡保障无关。

现金价值产品的常识介绍 如果你正在讨论利用保险作为现金价值/退休资金积累的手段，那下面有一些总体的原则，可以为你的退休财务规划提供指导：

● 确保你已经储备了足够的流动现金，可以满足你的短期应急需要。

● 要将税法允许的所有可用项目都利用起来：公司和政府的退休计划、常规和罗斯个人退休账户。

● 在开始利用保险作为退休工具之前，考虑一下，你是否已经在应税退休账户而不是合理避税账户储存了足够的资金。几乎所有的避税退休账户在进行提取的时候，都存在各种限制或惩罚条款。拥有可用的资金而无须缴纳罚款，这在个人的经济生命周期中是十分重要的。

● 考虑带有保证退休条款的可变年金产品，比较其与利用人寿保险作为延迟纳税手段的优劣。

购买你所需要的保险产品

保险公司签发保单的成本很高。当然，最大的成本就是佣金成本和与签发保单相关的营销成本。随后，保险公司还必须保持足够的储备，以防止合同签署后不久被保险人就去世所引发的赔付。这些新保单的签发成本和储备成本要高于首年的保费收入。实际上，保单签发之后，保险公司要经过很多年才能实现成本费用持平。但也要记住，保险公司承担着一个基本的交易角色，并提供了市场上独一无二的产品。正如其他行业一样，保险公司也需要赚钱。赚钱并不是坏事，这是市场经济的基础。

尽管保险公司运作的某些方式听起来对消费者来说并不公平，但对于个人来说，考虑到当家庭成员都很年轻，父母一方可能去世的情况，对公司来说，如果股东去世，可能需要流动性来支付债务；或者尽管拥有房产，却面临着流动性不足的情况，需要签发大额支票。综合以上因素可以看出，购买保险是很有益处的。保险行业的佣金结构也与当前的市场环境密不可分。在过去一段时间，也有一些人尝试以更低甚至零佣金的方式来提供保险产品，但这些尝试大多失败了，没

有人愿意推销这些产品。如果没有营销，这些创意大部分都中途夭折了。

根据自身条件购买合适的保险产品的指导原则

对大多数人来说，在其一生之中的某个阶段，人寿保险总是必不可少的。在考虑购买合适的保险产品时，下面是我们可以参照的4个简单步骤：

（1）确定需要多少保险。对家庭有负债的人来说，有一个简单的计算公式：

①确定如果英年早逝，维持家庭运转所需的收入。

②减去全部各项收入（配偶收入、社保收入、养老金、信托基金等）。

③得到收入短缺金额。

④除以5%（也就是除以0.05）。

⑤得到弥补短缺所需的资金额度（假定投资收益率每年为5%）。

⑥减去可以用于弥补缺口的流动投资和现有保险。

⑦得到所需的保险金额。

在公司业务和遗产规划过程中，要与合格的保险专业人士合作，参考律师和税务专家的意见，以此来确定保险需求和产品选择，这一点十分重要。

（2）确定需要保险的期间。在公司业务和遗产规划过程中，其所需要的保险期间与有孩子的家庭显然不同。

（3）根据最长的时间要求来选定保险产品。通常把定期寿险和终身寿险结合起来比较合适。

（4）成本是最后的考虑因素。如果根据第三点确定的保险产品，你自己无力承担，那最重要的决策标准是，要按照可以负担的价格获得足够金额的保险产品，保险期限越长越好。

人寿保险并不是投资！购买人寿保险是出于特殊目的考虑，比如说希望保护家庭，免受你英年早逝等事件造成的经济影响。不要专门利用保险来追求股票收益，尽管这在1999年看起来好像是个不错的投资策略，但在2008年的熊市之后，这种想法看起来极其糟糕。你所有的资产价格都在不断下跌，如今你可能不得不为变额万能寿险支付额外的成本，因为该保单的权益子账户价值也出现了下降，无法继续为你的死亡保障提供保费支持了。

也有一些情况，比如说遗产继承或者商业经营过程中，需要利用保险现金价值产品或者灵活的保险安排，在死亡事故发生之后提供流动性资金。但即使在正常环境下，尤其是当设计高度活跃的现金价值产品时，每3～5年，我们就需要对保险进行检查，看一下它们是否符合预期。你可以要求保险公司提供生效的分类账户信息，并由合格的保险专家进行检查。把保单放在书桌抽屉里，只是按期缴纳保费，这是远远不够的，尤其是当这些保险产品属于20世纪80年代的设计，鼓励人们购买现金价值产品的情况下，你更应当注意。

利用人寿保险转移财富

定期寿险在维护收入稳定方面成效显著。但在保护遗产和转移财富方面，定期寿险的作用就没有那么好。当需要缴纳遗产税的时候，保险必须继续有效才行。像不可撤销的保险信托等产品计划，你为其

支付了大量保费，可以实现巨额财富和收入的转移，这种产品设计在财务规划方面就很有效。实际上，你也可以以折扣方式提前纳税。你可以支付10万美元购买人寿保险，在遗产继承的时候，该保险产品可以控制和撬动百万级的资产。但一般来说，终身寿险更为常见。

有时候我会遇到一些客户，他们在30岁或者40岁时，就已经积累了不菲的财富，希望可以传承给自己的子女。但问题在于，没有人可以预料到，未来他们的生活将会怎样，他们本身还处于生命的早期阶段。他们可能自己就需要钱。问题随后就演变成，如何在不影响父母财务状况的前提下为子女留下财富。

把人寿保险作为财富转移的工具，可能要比直接转移效果更好，因为在遗产规划过程中，夫妻双方可能也需要资金维持自己的退休生活。这种方法也就是说，手里掌控着自己所需要的资金，利用保险作为遗产转移的工具。人寿保险每年的保费可以转移100万美元的死亡收益，这种财富转移的效果很好。

假设我有一套很大的房产，希望为自己购买一些人身保险。不管这套房产是我单独拥有还是我的妻子拥有，这都要体现在我们的遗产中，并可能需要缴纳高达42%的遗产税。对受益人来说，人寿保险收入基本上都是免所得税的，但如果受益人并不是未亡配偶，人寿保险就要缴纳遗产税。毕竟，即使你去世之后并没有付出，你依然是财产所有者。人们错误地认为，寿险保费收入是免税的，这可能是因为，相对来说保费作为遗产，很少需要缴纳遗产税，而大多数人都不了解遗产税的这个概念。也有可能是因为下面这种情况，即人们认为不用缴纳所得税，就相当于不用缴纳任何税费了。

为了把人寿保险保费从遗产中分割出来，你需要成立不可撤销的人寿保险信托。如果保险是由该不可撤销的信托所持有，而授予人并不拥有或控制该人寿保险，那对子女来说，该人寿保险收入不仅免所得税，而且也不用缴纳遗产税。我们假定，每年缴纳的人寿保险费是1

万美元，我今年40岁，购买了100万美元的人身保险。作为授予人，我每年在该信托中投入1万美元，对该信托不实施控制。该信托随后将支付保费，这种做法确保了授予人对人寿保险保单不实施控制权，即使对保费支付也没有控制。如果没有正确操作，那保费收入可能就需要缴纳遗产税。

该信托基金规定，当我去世时，100万美元的人寿保险金将转入该信托基金，该信托同时规定，我的配偶生存期间，将依靠信托基金过活。我的配偶去世之后，信托基金会留给孩子们。当另一位配偶去世之后，信托资产价值可能超过或低于原来的100万美元。信托文件会特别说明，信托的主要受益人是配偶，这对孩子显然是不利的。在投资方面，大多数信托文件都对受托人进行了严格的限制。因此我通过每年放弃1万美元，就实现了100万美元的财富转移。当我去世时，这100万美元既不用缴纳所得税，也不用缴纳遗产税。此时，你可能发现人身保险的概念稍微没那么讨厌了。在财富转移过程中，它是必要而有用的管理工具。

可以转入信托中的保险收入额度，要根据利用年度赠与免税额确定的保险额度来确定（第12章将对赠与税和赠与免税额进行详细说明）。为该不可撤销的信托购买保险，要由授予人按照年度赠与免税额规定的限额（或者更低额度）实施赠与，当前每位子女可以有1.3万美元的额度。如果该人身保险信托的受益人超过1位子女，那我就可以投入另外的1.3万美元。信托随后会利用这部分资金用于保费支付。购买的保险产品金额，要根据被保险人的年龄和健康状况来确定。每年支付的保费也要遵守年度赠与免税额度或者终身赠与免税额度的规定。

关于不可撤销的保险信托，有一条极其重要的规定。当授予人去世，人寿保险费转入该信托的时候，这些收入不能用于支付遗产税。法律明文规定，保险信托不能用于减轻遗产的债务负担（其中包括遗

产税）。保费收入可以通过贷款的方式用于支付遗产税，但不能直接用于遗产税的支付。

对于我配偶生活所不需要的那部分资产，如果我希望把这部分资产传承给子女，同时还希望补偿子女因为遗产继承而发生的税费，那我可以购买一种名为“第二生命”（second-to-die）的保险产品。正如该产品的名字一样，当我和配偶两人都去世之后，该保险才会进行赔付。该保单的成本应当是同样的单人保单的一半，尽管这也取决于你的健康状况。对于封闭型业务，或者如果你的资产流动性不强的话，这类保险很有价值，也很重要。举例来说，如果你拥有一份价值为500万～1000万美元的产业，那相应的遗产税很高，你的子女也需要利用流动资产来支付遗产税。保险可以提供相应的流动性，也是预先为缴纳遗产税提供资金的一种方式。实际购买的产品并不重要，不管属于个体生命保险，还是最后生存者保险，重要的是要把保费从被保险人的遗产中分割出来（通过不可撤销保险信托）。尽管我们有时候利用保险来进行遗产规划，但其最终实现要依赖于保险信托机制，这是财富转移的重要手段。

购买人寿保险

在写作本章的时候，我也在思考，自己对保险产品的选择有什么看法。我购买了定期寿险、利率敏感型万能寿险、终身寿险，甚至还有一些变额寿险。这里我想与大家分享一下我对保险最为离经叛道的想法。我的孩子已经长大，我希望他们很快就可以负起自己的财务管理责任。直到最近的市场动荡期间，我一直很自信，只要再工作几年，我自己对直至退休时的各项规划都是很健全的。我拥有一份高额的20年期定额定期寿险保单，将在几年之后到期。近期市场环境不好，导致我需要工作更长的时间。如果我在此期间去世，我担心我的

配偶是否还能做到财务安全。但在思想深处，我真心不希望失去那份大额定期保单，我真心希望该保单是永久有效的。

如今，当购买保险的时候，你应当根据自己的财务状况，确定保险金额。对于一个人应当拥有的保险类型和保险金额，并没有确切的答案。我经常告诉客户："如果能告诉我，你具体什么时候去世，那我就会明确地告诉你，要购买多少保险、购买哪些保险才最符合你的利益。"（这当然是个笑话，我们无法预知一个人何时去世，因此我们就只能对保险需求和保险成本做出最佳估计。）当考虑购买哪些保险产品组合的时候，我建议你的购买决策要考虑到最长的时间要求，因为未来这将会给你提供最大的灵活性。

承保流程

从你提交保险申请到最后得到保单，保险承保流程大约需要60天时间，但也存在许多其他的变量，会使这段时间延长或缩短。

人寿保险和/或健康保险通常同时需要财务和医疗核保。财务核保的目的是为了确定，按照被保险人的财务状况，你申请的保险金额是否合适。医疗核保期间，你可能需要接受医疗专家的检查，保险公司很可能要求你提供医生的医疗报告。当最初与保险专家沟通的时候，你必须彻底说明自己的健康状况，只有这样，保险代理人才能具有针对性，就哪家保险公司将会提供合理准确的报价向你提供建议。你的健康状况也有助于代理人确定，要向保险公司提交哪些承保材料。由此带来的影响是，举例来说，如果你抽烟，不要试图否认，因为这将体现在体检报告或健康记录中。如果不承认的话，你应当就自己所属的风险类别支付合理保费。如果你有欺诈，那保险公司就可以宣布保单无效（尤其是在保险生效的前两年，这属于抗辩期）。

在交流期间，我们的一个客户忘记告诉我们他做过心脏外科手术的事。他并没有想到，医生会照心电图，而且从他胸口的伤疤那里，

可以轻易看出手术史。有时候，我们确实会揭露那些当事人意料之外的事实。我们见识过很多例子，一项简单的保险检查就可以看出严重的健康问题，但被保险人却一无所知。有个例子特别有名，有一次健康检查员确实把潜在的被保险人开车带到了急救室，进行紧急抢救。

从诺伯特那里继续前行 多年以来，我一直强烈建议客户购买人身保险。对其中部分人来说，数百万金额的保险确实比较昂贵。在大额复杂的遗产规划中，中产阶级人士对这类保险费用不会有任何犹豫。例如，几年前，我的一位朋友把大多数资金投入了流动性很差的不动产。因为他有过心脏病史，而且需要流动性强的保险产品，我建议他购买300万美元的保险产品，他在买了保险4年之后去世了。他的子女本来需要按照紧急清算的价格卖掉房产，才能支付遗产税，但利用保险安排，遗产得到了妥善的继承。这类保险需要成百上千的保费支出，但可以带来数百万美元的收益，而且，你也可以说，它带来了一个相对美好的结局。

本章我想以有关寿险代理人和高佣金等内容作为结尾。你可能以较低的价格通过网上申请获得保险保障，但随后某个时间，你还是要回到与保险公司打交道的老路上来，当然也需要进行健康检查。由于保费较低，对保险代理人来说，定期寿险的吸引力不足，他们也乐于让这类保单在网上销售。实际上，还有人试图在美国创造出基于费率运作的保险模型，但最终没有成功。我见过在这类产品基础上更进一步的替代品，那是数年之前，当我有机会访问澳大利亚时，有幸见识其金融体系。在澳大利亚要求对各类保险费用进行完全披露的当年，大多数寿险营销员都退出了保险业。澳大利亚保险业信息的完全披露改变了一切，但我并没有看到美国有这种趋势。

我认为，我们当前的体系已经基本固化。有一些新型的低成本保单出现，其现金价值积累速度更快。客户只有通过理财顾问才能

购买到这类产品。不幸的是，推出这类保单的，往往是新的小型保险公司，而对于这些新产品是否能够长期可持续运作，我还没有树立起足够的信心。

财务顾问需要找到他们可以信任的保险代理人。我认为个人投资者在财务顾问的帮助下能够实现更好的投资业绩，因为后者不仅对保险行业有着一定的认识，还与多家保险代理人和保险公司合作，不仅能够向客户介绍业务流程，还能指导客户做好应对。如果与保险公司的专属代理人直接沟通，最终将不可避免地导致唯一的建议就是：购买这家公司更多的保险产品。

即使身体健康有问题，你仍然可以获得合适的保险产品。当我最初在保险业工作的时候，对一名做过心脏搭桥手术的人来说，他几乎不可能买到任何保险产品。但现在情况已经发生了变化，根据当前的健康状况，后续跟踪观测，不断的运动，在手术过了一段时间之后，这个人可以购买保险产品的可能性很高。

一名保险代理人最后的思考

下面是我对保险最后的几点思考：

（1）保险是一个复杂的金融工具，在大多数财务规划中都是必不可少的。

（2）你首先需要做的，是确定需要多少保险金额，为此你最好让一位优秀的保险专业顾问来帮你。

（3）确定保险所需要的时间。

（4）把需要保险的时间与你自己的经济支付水平匹配起来。

（5）充分披露全部的健康信息。

（6）对于从多家财务稳健的保险公司那里得到的保险报价，要让你的保险顾问仔细对比一下。

（7）要借助理财顾问的指导，确保你拥有的保单安排可以将纳税义务最小化，并与你对保费收入的使用安排结合起来。

（8）定期对所有保险合同进行检查，确保其财务业绩与你原来的期望和需求保持一致。

第11章
长期护理保险的重要性

为重大医疗事故提供救助 本部分讨论的主要内容是，当家庭成员需要医疗护理服务的时候，可能会由此导致的巨额经济损失。考虑到医疗护理成本的普遍提升，对于那些没有购买私人商业保险的人来说，基本的医疗护理服务可能很快就会超出这些人的承受范围。在照顾自己的家庭成员时，面对各项费用支出，我就曾经体验过这种压力，如果没有提前做好规划的话，你是不希望面临这种困境的。

医疗保险和医疗补助无法提供家庭护理所需的解决方案，其设计意图也并非如此。在我写作本书的时候，美国中西部家庭护理的月度支出为7 000美元。从历史上看，这类成本每年按照6%的速度递增，这意味着，12年后该类成本将翻翻达到14 000美元。如果你现在50多岁，对于现在医疗成本这种直线上升的趋势，除非发生重大改变，否则当你退休的时候，每个月面临的成本可能就会高达28 000美元，甚至更高。此外，平均的医疗护理服务年限约为4～ 5年，一旦已经达到65岁，你或者你的配偶很可能在某个时刻就需要医疗护理服务。

政府计划的目的，是为了帮助那些贫病交加的群体。对作为纳税人的我们来说，很搞笑的是，如果我们并非赤贫状况，需要医疗护理服务，那当政府让我们花完所有钱的时候，我们就陷入赤贫了。尽管投资多元化是过去很多人都试图实现的目标，但现在这已经不再现实了。政府有多种手段可以跟踪这些资金的走势。此外，大多数人也并不希望放弃对资产的控制权。

对此最实际的应对方案，就是购买某种长期护理保险。在50多岁的时候购买这种保险，此时你仍然可以把保费维持在较低的水平，但其实已经不算太早了。作为律师和理财顾问，我总是向客户强烈推荐这些方案。我见过很多的例子，5～ 10年之后，客户的女儿或孙女走到我的办公室，向我抱怨父母或祖父母的护理成本太高。他们问我，是否向他们的亲戚提供了正确的建议，他们其实是在评估我是否应该承担某些责任。我会拿出文件，显示曾经做出了建议，却被拒绝了。长期护理保险是资产保护的最重要手段之一，与熊市的影响相比，由于这类护理费用所带来的成本更有可能将一个人的投资组合损耗殆尽。

在针对个人的财务规划过程中，专业财务顾问花了很长的时间才认识到长期护理保险的重要意义，而对个人来说，认识到这个重要事实所花费的时间更加漫长。对长期护理保险需求的不断增长，正是由于人们对于人口统计日益熟悉。我们比以往活的时间更长，大多数人退休之后，仍然会活很长时间。还有一个重要的因素：医疗护理成本的提升速度要比通货膨胀的速度快得多，这部分是由于医疗护理技术的飞速发展，使得一些疾病处理和寿命延长技术不断涌现，这些新技术的成本十分高昂。

1900年全球平均寿命为31岁，即使在最富裕的国家，这一数据也低于50岁。如果存在任何的长期护理需求的话，家庭就可以满足。到了2005年，某些国家的平均预期寿命已经达到80岁，而到2030年，在像美国这样的国家，女性出生时的平均预期寿命将达到85岁。这是近百年来，人类发展史上的一次巨变。医疗护理让我们的寿命不断延长，其成本已经很高，未来增长的速度将会更快。一个人活得越长，他在某一时间就越可能需要各种医疗护理服务。医疗保险和救助中心预计，2006年美国约有900万超过65岁的个人需要医疗护理服务，到2020年这一数字将超过1 200万。美国健康和人口部门的一份研究报告

指出，达到65岁的人有40%的可能需要医疗护理服务，而进入养老院的人中，约有10%需要在此度过5年以上的时间。根据美国医疗保险协会的数据，约50%的美国人将在生命的某个时点需要长期健康护理服务。有许多研究表明，对于这类护理的成本，大多数美国人仍旧茫然无知，对于像医疗保险这类政府项目将会支付的费用，他们仍然存在不切实际的奢望。

千万不要弄错了，长期护理的成本是很高的。美国一家疗养院的私人单间，平均每天的费用是217美元，或者每年超过79 000美元，而家庭健康护理的平均成本为每小时21美元。

购买长期护理保险并不是单纯为了应对糟糕情况的发生。正如数据所展示的那样，你或者你的配偶，或者你的近亲属很可能需要长期护理服务，如果没有妥善做好规划，将会对你个人和你的财务状况造成毁灭性的打击。

长期护理保险并不仅仅是为你准备的，它首先是为你的家庭准备的。护理服务需求不仅会影响家庭的各个成员，也会影响他们的退休目标。尽管家庭成员通常都愿意提供力所能及的帮助，但随着时间的推移，其中的压力和成本可能是难以承受的。由于工作模式的变化，包括薪资降低、丧失健康保险和其他工作福利，看护人可能会遭受严重的经济损失。随着各项成本的迅速累积，面临的困难就会不断放大。为了支付护理费用，人们往往需要动用储蓄金和各类资产，不计成本地支付各项费用，也会带来其他成本，比如说提前支取费用、即期税收负担、调用低税基资产的时候需要缴纳的资本利得税等。而一份书面的长期护理计划，通过将合适的融资方案一一列明，可以为你的家庭提供指引和帮助。

有关长期护理最令人揪心的情况通常发生在已婚夫妇之间。一般情况下，当长期护理需求出现在第一位配偶身上的时候，为了照顾该配偶而花费了大量资金。不幸的是，另一位配偶因此一贫如洗。通常

剩下的一方需要调整自己的生活方式，以适应新的现实情况。如果剩下一方需要护理，那就需要把各类资产进行处理，才能满足护理的需要。此时，这种护理需求可能导致对其他家庭成员的依赖，需要他们提供财务支持或者护理服务。

除了长期护理保险，没有其他任何方式能够支持提供足够的护理服务。对于健康保险、工伤保险、医疗保险或补充医疗保险等无法提供的救助服务，长期护理保险都可以提供，对于社区护理、家庭护理、成人日托和辅助保健设施以及疗养院需要的护理费用，长期护理保险也都可以协助支付，它还有助于维护你的财务投资策略。长期护理保险并不能替代家庭成员的护理服务，但在家庭护理的基础上，长期护理保险可以使护理人对病人的护理服务更加完善、更加持久。

为照顾机能受限（通常是由于诸如阿兹海默症、帕金森、多发性硬化症等意外疾病引起的，或者是由于交通事故、运动等不幸结果导致的，或者是农业事故，或者由于自然衰老而慢性致残等导致的）的老人而带来的财务需求，会使你的退休储蓄快速缩水。正如我们在前面章节里所说，如果从投资组合中提取比率过高，那就存在固有的风险。通常超过4%的提取比例就会将最好的退休计划毁于一旦。想象一下，如果为了应对意外的长期护理支出，提取比率从4%提高到8%甚至更多，那将会对你的投资组合带来什么样的影响。

除了财务负担，对护理者来说还面临严重的精神和身体负担。我们都知道有些人，通常是妇女，多年来都在照顾患病的双亲或者配偶，同时还需要抚养自己的孩子。护理人本身根本就没有任何的时间或精力，她们没有自己的生活。

从保险的角度来看，长期护理保险的需求群体，是那些遭受慢性疾病或精神伤害超过90天的人。当个人无法从事日常生活6项内容中的2项时（洗澡、穿衣、移动、进食、如厕和控制大小便），或者在出现诸如阿兹海默症或痴呆等认知障碍时，保险赔偿义务就被引发了。

如果没有长期护理保险，退休计划将面临的成本

长期护理保险不仅与你的家庭息息相关，也与财务风险管理密不可分。在你的一生当中，长期护理事件与熊市行情对你投资组合带来的影响并没有什么区别。对财富经理来说，很重要的是与客户就健康问题进行交流，就长期护理的潜在需求进行沟通，并强烈建议客户购买长期护理保险产品。对我本人来说，我试图与所有的客户就此进行交流，并不断强调其重要性。有些人不愿意花这笔钱，但随着客户年龄的增长，他们就可能面临各种健康问题，而一般的保险无法覆盖到。通常，50岁的时候购买一份长期护理保险是合适的。

大多数人并没有想到长期护理费用对我们退休收入的影响。即使是不那么高的长期护理开支，都会让我们的财富迅速缩水。长期护理支出的风险，将等于甚至会高于熊市行情。如果发生市场损失，至少市场存在恢复的可能性，而那些花在长期护理方面的支出，再也没有收回的可能。

期限不断延展的长期护理所带来的后果是灾难性的。延期健康护理的成本无法从私人和政府的计划中得到补偿，属于美国个人破产的最主要原因之一。

这类护理费用的成本可以迅速将大多数个人的退休投资损耗一空，使得居家的另一半无钱可用。考虑一下，长期护理费用对退休投资组合的影响。以当前价格计算，最初的退休储蓄有50万美元，没有债务，如果夫妻有一方需要长期护理服务，那整个退休金将在5年内全部耗尽。

表11.1展示了长期护理成本对投资组合的影响。该表并不是为了展示预算情况，也没有考虑影响实际生活的各种其他因素，该表只是为了展示长期护理成本将对投资组合产生多么剧烈的影响。这比任何

熊市行情都要严重得多，因为最后你的资产为负，也就是你已经依靠借债过活了。㊟

表11.1 长期护理成本对投资组合的影响

时间	投资剩余额度（美元）
第一年年初	500 000
第一年年末	418 750
第二年年末	328 814
第三年年末	229 670
第四年年末	120 615
第五年年末	−5 000

资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司

表11.2展示了另外一种成本观察角度。针对这类护理成本，我曾经见过的最低的预计年度通货膨胀率为4%。这个4%的通货膨胀率属于最理想的情形，尽管我认为这种可能性很小。这个表格是一个简单的列示，显示成本直线上升，但健康护理成本却往往没有这么简单。我希望，看过这类数据之后，能够让你认识到及早规划的重要性。

表11.2 长期护理成本

年份	每天花费（美元）	每年花费（美元）
2008	209	76 286
2017	309	112 920
2027	458	167 150

注：按照全国平均水平进行的预测。
资料来源：通用金融咨询服务有限公司2008年私人护理中心护理成本调查

对医疗保险的误解

许多即将退休的人都错误地认为，医疗保险将会负担长期护理成本，这与事实相去甚远。像许多美国人一样，前面的例子中，拥有50万美元的那对夫妇认为，长期护理费用正如其他类型的医疗费用一样，在他们退休以后将会由医疗保险来负担。

实际上，在社保规定的第四页，政府已经明确声明："医疗保险并不包含长期护理费用，因此你需要通过个人保险进行安排。"

医疗保险的限制性规定意味着，很少有长期护理项目被医疗保险覆盖。医疗保险的目的，主要是针对短期紧急的护理项目，以及在康复中心或长期护理中心所实施的短期康复。

即使你可以从医疗保险那里得到一些补助，100天之后你又该如何支付医疗费用成本呢？像阿兹海默症、帕金森或者多发性硬化症等慢性疾病，都需要看护服务，而医疗保险并不管这些。看护服务属于个人护理服务，是为了满足你的个人需求，比如说洗澡、穿衣、进食、从床上转移到椅子上以及如厕。这种连续不断的护理服务可以在你的家里进行，也可以在养老院、成人日托服务中心或者私人疗养院里进行。但请注意，每类护理服务都需要支付相应的成本。

大多数人都愿意在自己家里接受护理服务，时间越长越好。按照当前每小时约18.75美元的价格，对于每天24小时、每周7天的服务来说，每天的成本是450美元，每年是164 250美元。20年之后，按照5%的通货膨胀率，这个数字将达到每年709 560美元（我们采用了芝加哥地区每小时18.75美元的价格作为普遍价格，你也可以根据自己所在的地区进行增减调节，但根据每周或每小时的费用进行加总之后，你仍然会得到一个天文数字）。除非事先采取措施，面对这些成本费用，即使是很宽裕的退休投资计划也会极具压力。

考虑到这些因素，对大多数美国人来说，购买长期护理保险产品对他们的退休投资规划是极端重要的。随着你日渐苍老，这类护理的

成本将不断提升，你无法获得类似产品的可能性也会大幅增加。对大多数进行退休投资规划的人来说，我都高度建议购买长期护理保险，而且购买决定越快越好。

在消除或者降低长期护理成本的不利影响方面，保险是至关重要的。这不仅仅是指提供家庭护理服务，还关系着以下内容：

（1）使你的家庭维持稳定。

（2）促进生活便利。

（3）提供成人日常护理服务。

（4）提供临终关怀。

（5）提供疗养。

每天，有关于此的信息都围绕在我们身边：美国人口的日益老龄化、社会保障制度负担过重、医疗护理成本飙升，以及其他同样令人沮丧的相关报道。我发现一个奇怪的现象，就是尽管许多人都尽心尽责，为未来仔细规划，不断积累财富以备未来生活之用，但当未来某个时刻到来，他们很可能需要长期护理服务的时候，鸵鸟综合征现象仍然普遍存在：他们把头埋在沙子里，把资产暴露在风险之中。极少有美国人可以在不影响退休投资组合的前提下，妥善地应对这种情况。长期护理成本会让我们的财富损失殆尽，我们越快接受这种观点，就能够越从容地应对这个问题。

现在就做出购买决策，而不要继续等待，为什么这一点十分重要呢？因为如果你继续等待，不仅付出的成本会更高，而且假如你的健康状况出现问题，可能会根本无法买到保险产品。

等待成本

当前，65岁的人购买一份长期护理保险，所花的成本是62 640美元，缴费期限超过12年。如果55岁购买，那只需支付28 800美元。仅仅等待了10年，所花的保费成本就提高了46%。

为了说明这个问题，我们假设每天的护理成本为100美元，这样你就可以根据自己所在的地区调整保费数据。该数据翻一倍即为每天200美元，翻两倍即为每天300美元，你可以据此计算不同情况下护理所需保费。

表11.3举了一个例子，说的是一类特殊的退休计划。如今，市面上存在多种退休计划设计，可以满足考虑该计划的消费者的预算需求。

表11.3 购买长期护理保险的等待成本

年龄	每年保费（美元）
50	2 976
55	3 434
60	4 120
65	5 101
70	6 965
75	10 104

注：根据每天100美元护理费用，非抽烟、身体健康者，终身受益，90天的剔除期间，5%的复利计息。
资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司

这些退休计划包括，不同的剔除期间（60天、90天和180天），更短的受益期（从2年到20年），还可以调整每天的保费收入金额，以反映当地退休的护理成本。部分保险公司推出了一种很有意思的新计

划，称为共享护理计划。根据这一计划，针对一对夫妇签发一张保单，可以允许该夫妇共享同一个资金池。

要注意剔除期间，或者说是保单生效之前你可以反悔的天数，就如同你的汽车保险或房屋保险的免赔额一样。对于这段时间的长短，你拥有决定权，但是这将反映在你的保单成本中。90天的剔除期间意味着，只有当你病了一段时间之后，确实需要保险报销的时候，你的保单才会生效，并且对保险的需求也将持续一段时间。这也意味着，保险公司无须担心你是否真正生病，或者在保单签发后不久就要开始赔付。在退休计划设计时，也要考虑你到底在哪个州退休，因为各州成本差别很大。即使是个别州或地区，根据坐落的特殊地点不同，成本也相差很大。

在我看来，唯一比购买长期护理保险代价更大的是做出不购买该产品的决策。是的，这个决策很昂贵，当你或者你爱的人发生资金需求的时候，你就会意识到，你曾经做了一个多么英明的决策。

为什么汽车保险与长期护理保险十分类似 我发现，我的客户会把长期护理保险和人寿保险弄混。有客户告诉我，“我支付了成百上千美元的保费，却没有得到任何好处。”你可以参照汽车保险来对比看一下长期护理保险，而不能参考人寿保险。这并非可以随着时间推移实现增值的现金价值保单，尽管也有一些保单，可以提供部分保费返还，但你最初的启动保费高达10万美元之多。长期护理保险只在你支付保费的期间才生效。

因此我问，你一生之中，购买车险支付了多少保费？而如果你的行驶记录很安全，极少甚至根本没有动用保险，你会把车开到墙上，或者制造驾驶事故，以便从你这么多年支付的车险保费里面收回一些投资吗?

毫无疑问，你也理解并接受这样的事实，即你的车险是逐年生效的，如果下年不再支付保费，那你就不再拥有车险，而不管你此前已经购买了多少年的车险。尽管长期护理保险比汽车保险要贵得多，而且由于医疗护理成本的迅速提高，其价格还在不断上涨，但其运作原理与车险是一致的：其生效期间，也就是你购买保险的期间，并没有什么剩余价值。长期护理保险并非现金价值人寿保险！

最后的思考：现在付款还是随后付款

现在付出少量资金来为你的未来提供保护，这样做是否有意义呢？这种一本万利的方法告诉我们，在很多情况下，你可以从自己的投资组合中拿出不到1%，通过长期护理保险计划来为其余的99%提供保护。未来向你支付的保费通常来说将被视为免税收入，因此这种一本万利的方法确实是能够发挥作用的。

长期健康护理成本不仅仅是个经济问题，它实际上也属于家庭问题，每个家庭都应当重视。当你和你的家庭发生意外时，你是否做好了准备？长期健康保险规划的实施，为你、你的家庭、你的退休理想和退休目标编制了一个安全网，该方案应当包含在每个退休规划策略中。有了这些，你可以更自由地决策，使其更加符合自己的健康护理需求。在退休的时候，不要让你的退休计划暴露于这种风险之下。提前做好健康护理费用规划，其重要性从来没有像今天这么高过。

维护一个家庭的尊严，保持内心的平静，这都是无价的珍宝，今天应当将长期护理保险纳入每个美国家庭的退休计划中。你的家庭计划是怎样的呢？

1. 假定：根据通用金融咨询服务有限公司2008年护理成本调查，50万美元的储蓄有5%的净管理费用，就当前私人护理中心的房间来说，每年的长期护理成本是76 285美元，按照每年5%的通货膨胀单利递增。一对夫妇每年需要提取3万美元，并按照每年5%的通货膨胀单利递增。所有的收益和提取都是在年初发生的。这种情况并没有考虑该账户的其他增减变动。本假设仅用于演示目的，所处地理位置、投资收益、个人情况以及医疗和财务增长率都将产生相应影响。

第5篇
财富传承和下一代

第12章
通过遗产规划转移财富

如果没有规划好航线，一艘船就无法到达港湾。正如需要规划自己的投资和退休计划一样，你也需要专业的咨询建议，确保你去世之后的遗产处置能够如你所愿。一旦想好了要把财富传承给下一代，对于律师和财务规划师的各种手段和措施，你就可以参考一下，并利用它们实现你的愿望。

在多年帮助夫妻或个人进行遗产规划的过程中，我见识了各种各样的情况。我见过敏感细致、爱心满怀的夫妻，他们有好几个孩子，其中只有个别有点问题。我经常见到因为再婚或者继子女引发的问题。我也见过那些深藏不露的百万富翁，开着10年的旧车，一直没有财务计划，直到身家数百万美元，而由于他们希望对自己的财产保密，使得我一直难以为他们进行合理的遗产规划。我也见过祖父母对自己孩子的表现很不满意，希望我为他们设计出跨代信托产品。我一直建议他们，要多观察一些时间，因为很快他们就将发现自己对孙子、孙女的行为也不怎么满意。我曾经与一位再婚的男士共事，他被自己的遗嘱条款折磨得够呛，接二连三地让我为他起草复杂的遗嘱修正条款，因为他根本没法让自己在遗嘱上签字，而等着下一次遗嘱修订，是他拖延时间的好办法。

在家不要尝试这些 如果你觉得美国所得税制度很复杂，不要着急下结论，等你看看遗产规划的规定你就会知道何为复杂了！如果你有任何财产，即使只是一辆车或者一台32寸的电视，你也应该注意（但你可能根本不会）遗产规划的要求。对于那些财产更多的

人来说，他们要在遗产规划上投入更多精力，除非他们喜欢自己去世之后，由各州安排其遗产事宜。真正的富人可能都有遗产规划律师，为自己提供长期固定的服务。但根据我的经验，有一类人应当注重遗产规划，但实际上却没有：那就是拥有家族企业的企业家。为此，我单独拿出来一章（第13章）来说明这个问题。当家族企业是重要的家庭财产时，问题会有所不同。

许多人错误地认为，自己并没有多少资产，因此无须进行遗产规划。但如果你有孩子，你就需要为了孩子而进行遗产规划。如果你或你的配偶此前结过婚，尤其是当你们一方或双方都因为此前的婚姻而养育了子女，那你必须与律师配合，做好遗产规划。如果拥有一所房子，那你需要特别说明，一旦你去世之后，这所房子将如何处置。此外，一所房子的价值，可能让你的资产总值提升很大，达到了真正需要遗产规划的程度。即使小型房产也需要设立生前信托。如果你在超过一个州拥有房产，你也需要设立生前信托。对于没有孩子的夫妇来说，他们把资产传承给下一代（比如说侄子或侄女等）的需求可能没那么强烈，但他们可能存在慈善捐助的愿望，这时就需要进行细致的遗产规划。有一件事情我很确定：对于遗产及子女安排，很多人本应该更加用心才是。

本章我将介绍遗产规划的一些最重要的概念。对于设立遗嘱、生存信托或其他重要文件，如果能够唤起你对这些问题重要性的认知，那本章就不虚此言了。但不要认为，不借助律师的帮助，你就能够单独做到这一点。即使是最好的财产规划，如果文件没有正确起草，执行也不准确到位，那最终效果就会出现偏离。你最不希望看到的，就是一份有缺陷的文件，这会让你付出高昂的代价，甚至导致数百万美元的资产需要纳入应税遗产。一份有缺陷的文件还会让你的子女耗费数千美元在法庭上争夺遗产。你要了解的最重要的事情之一，就是在财富传承的过程中，设定称谓和指定受益人都是极端重要的。

尽管这个话题很复杂，相关策略甚至晦涩难懂，但我们仍然可以采取一些防范措施来降低税收的影响，为家庭提供一些选择，把财富传承给下一代。

在本章中，我首先对财产所有权的类型进行了介绍，对与各类所有权相关的原则进行了说明。随后，我讨论了各类所有权的影响，介绍了各类财产的传承原则。在本章的后半部分，我向读者介绍了与遗产规划相关的重要文件资料和结构设计，同时引出了部分更加复杂的遗产规划安排。

本章并不是要对遗产规划的各项内容进行面面俱到的说明，这源于两个原因：空间所限和法律规定，后者在我写作本专题的时候可能早已经进行了修订。即便如此，在减少遗产税方面主要有两项措施：

（1）转移升值较高的资产。

（2）利用信托或法律组织，将赠与资产的价值进行折价和拆分，以达到赠与避税和遗产避税的目的。

常用的具体措施包括设立家庭有限合作企业、委托人年金信托（GRATs）、人身保险信托、有缺陷的委托人信托（将在第13章进行说明）以及委托人信托。如果是出于慈善捐赠的目的，最常用的手段包括慈善余额信托和慈善领导信托。我利用过上述所有手段，且它们在未来依然适用。但在遗产规划过程中，我们面临的第一个困难，就是要把客户拉到桌子前，做好基础功课，而这正是本章将要讨论的内容。

财产所有权

拥有财产的方式主要有3种。在这3种方式之中，还有其他一些类别：

（1）单独拥有（sole ownership）。在单独拥有模式下，财产是以个人的名义拥有的，其使用、转移或处置只能由所有者个人进行，或者在所有人生存期间由代理人行使。

（2）共有所有权（joint ownership）。在财产共有模式下，两人或多人对某一财产拥有不可分的部分利益。共有的类型有3种：

①普通共有（tenants in common）。普通共有的意思是，每个所有者都对财产拥有不可分的部分权益。适用于单独所有的原则，也适用于共同所有人。举例来说，沙琳（Charlene）和比尔(Bill)对财产分别拥有40%和60%的权益。如果比尔去世，他在财产中60%的权利将如同单独所有一样进行处理，这对沙琳来说并不是个好消息，因为她会发现自己拥有权益的财产的60%会按照遗嘱进行处理。

②联权共有（joint tenancy）。联权共有人对财产拥有不可分的利益。也就是说，他们对同一财产共享同样的控制权。尽管联权共有人通常是夫妻，但并非全部如此。就遗产而言，这类所有权还有一个优势：生存的联权共有人自动继承了死亡联权共有人对财产的所有权，无须任何遗嘱安排。

通过联权共有的方式持有资产，通常被视为指定受益人的有效方式，而无须经历冗长的法律流程来设立遗嘱或生存信托。配偶双方共享或拥有的资产，比如说银行和证券账户、房产等，都被自动视为联权共有且幸存者享有继承权（通常简写为，某个证券账户或银行账户的JTWROS）。如果其成年子女帮助支付各种账单或管理投资，在年老的父母那里你也可以看到这种规定：父母的银行账户上也有子女的名字。父母去世之后，账户随后就归子女所有。

但联权共有也可能带来一些问题。对于年迈的父母来说，在自己生命的末期，他们的账户上可能写着某个成年子女的名字，并由这个孩子帮助其支付各项费用，但他们仍然希望，在自己去世时，继承整个账户资产的子女不止这一个，他们希望联权共有人可以把账户资产在所有子女之间进行分割。但在大多数州，法院会认为，存活的联权共有人即为账户所有人。后文还将对这个话题进一步展开。

③完全共有（tenants by the entirety）。完全共有是夫妻联权共有的一种，在大多数州，只适用于已婚双方的首套住宅。每一方都拥有财产的全部权利，任何一方都无法单独转移对方财产。该权利是不可分割的。

完全共有还有个特点，就是如果法律针对其中一位配偶进行了判决，那这位配偶的债权人是无法取得部分财产权利的，也无法行使部分留置权。如果夫妻一方或双方都存在债务纠纷，或者处于个人需要承担责任的行业，通过完全共有来保护财产是一种非常有效的形式。

（3）信托财产所有权（trust ownership）。信托和信托所有权有多种形式。所有信托都必须有授予人、受托人和受益人。授予人是成立信托的人。受托人以受益人的名义持有并管理受托资产。信托可以是可撤销的，也可以是不可撤销的。信托可以在你生存时设立，也可以在你去世时设立。在管理个人财产的过程中，信托是一种很灵活的方式。

名义持有概览 还有一些看起来不那么醒目的财产所有权形式。我曾经见过一种情形，祖母只有一个孩子或孙子，由此根本看不出设立遗嘱或成立信托并支付相关服务费的理由。她告诉我，就把自己的房子与孙子做成联权共有的形式，这样当她去世时，根本不用遗嘱就能够把遗产传承给她的孙子。尽管这样做确实有效，却没有从更广阔的视野进行考虑。即使是最简单的设置，也可能带来

很大的问题。如果她的孙子因为交通事故伤了人怎么办？如果他的孙子没有足够的保险，针对赔偿的判决，祖母可能会失去自己仍在居住的房子的所有权。名义持有（title holding）在财产保护过程中就显得极为重要，我们本章将对此展开详细探讨。

遗产规划的主要目标

遗产规划目标的实现方式有很多种，但不管哪种方式，都要取决于财产的持有方式。可以说，财产持有方式是进行遗产规划的基础。如果不知道财产持有者是谁，持有方式如何，你就无法进行财富转移，也无法将纳税义务降到最低。

遗产规划主要有两方面的内容：

（1）当你去世时进行财产转移。

（2）将税收账单金额最小化。

当你去世时将会发生什么？如果有登记在你名下的财产，不管在哪个州，你的财产都要经过遗嘱认证。遗嘱认证是一套司法程序，目的是证明或者确认遗嘱的正当性，指定遗嘱执行人并确定遗产权属。这是一套去世后财产转移的程序，是一种传统的保护受益人、子女以及遗产债权人利益的方式。遗嘱认证是一套公开流程，在某些州，这套流程的费用很高。人们常常不知道，遗嘱认证与联邦遗产税没什么关系，不管遗产如何处置，这部分税收都是要交的。

从更广泛的意义上看，遗嘱认证可以视为一套法律流程，通过该流程，对逝者的遗产进行管理和分配。法庭对遗嘱进行认证，意味着

法院认为遗嘱是合法有效的，并指定管理人。管理人的工作是清理全部资产，支付全部债务并把所有资金都分配出去。

尽管遗嘱会提名执行人，但一直到法院做出明确指示，遗嘱执行人才会正式到位。每个州都有遗嘱认证法，如果个人总资产价值超过一定额度或最低限额，那就需要对其资产进行认证。有些州的遗产认证限额低至1万美元，而其他州从1万～10万美元不等。

如果逝者名下的资产总额低于认证限额，那遗嘱执行人就可以免于遗嘱认证程序，并可以利用小额遗产遗嘱把逝者的资产转移给受益人。如果总资产等于或者超过认证限额，那遗嘱执行人就必须向法院申请正式文件，以便转移或处理相关资产。

如果你去世时没有遗嘱，就属于无遗嘱而亡（intestate），那决定你的遗产如何分配的，将是州政府而不是你。要记住，无遗嘱继承条款只适用于那些记在逝者名下的资产（举例来说，不包括那些信托资产）。根据当前的具体法律规定，遗产将在你的配偶、父母、子女、孙子女等之间进行分配。各州对此规定有所不同，尽管都遵循一定的逻辑，但与你原来的想法不见得一致。

当事人去世或丧失行为能力时，要确保资产实现平稳转移，就意味着要简化整个认证流程。认证花费的时间很长，可能是1～2年，费用也很高，而设立遗嘱从而避免进行认证，这套流程的成本要比实施认证的成本低得多。

有时候利用一些简单的方法，就可以避免进行认证流程，这一切都取决于遗产分配的复杂程度，我将在下一部分对此进行说明。如果遗产特别复杂，不仅包括房产，也包括金融资产，特别是如果你的房产分布在多个州的时候，生存信托就是必需的了，信托文件的起草成本也是认证成本的组成部分。本章后面我会讨论生存信托的问题。

避免承担侵权责任 你可能想知道，我为什么在关于遗产规划的章节讨论这个问题。考虑到我们生活的社会法制化程度如此之高，如果不了解侵权责任法的基本内容，你甚至会发现自己没有什么遗产去规划了，因此我在这里介绍这个话题。

有很多人因为各种无伤大雅的行为而遭到起诉，比如说销售太热的咖啡等，这种故事我听过很多。不管你是企业主、雇员、某人的邻居，或者是宠物狗的主人，你都需要时刻小心，避免被起诉。

最简单的保护措施就是购买伞状保单，其保险责任涵盖你的房屋、车辆、财产或者其他任何可能给第三方造成伤害的物品。这些伞状保单可以作为你普通房屋保单的组成部分。你需要清楚，多少保额才能为你提供充分的保障，而对此并没有统一的答案。对于一个人应当承担多少赔偿责任，相应的标准在不断提高，你需要按照常识行事。例如，如果你属于专业人士，就更有可能成为诉讼的目标。医生因为出现医疗事故而需要购买的保险额度，这不在本次讨论的范围之内。随着年龄的增长，你值得保护或者需要保护的资产会不断增加。

如果你是一名专业人士，你可能希望把资产以你配偶的名义持有，因为你的配偶并不会因为同样的职业风险而遭到起诉。当然，你必须时刻注意你的婚姻状态以及你与配偶的感情稳定程度，但对大多数专业人士来说，与离婚相比，职业诉讼的风险更高。有些州认为，持有自己的房屋属于“完全共有”。这种特殊的注册制度能让所有者享有该账户的完整权利，但并非在各州都适用，而且只限于配偶。当一位账户所有人去世之后，该账户就转移给生存者。这种类型的所有权使得当面对夫妻共同以这种方式持有其主要住房时，法院很难实施判决。在很多情况下，除了一些例外情况，比如说财产继承、财产赠与或者婚前协议等，如果双方离婚，配偶一方名义

拥有的财产可能不会发生效力（当然，你的法律顾问需要看一下，你如何在自己的财产上加名）。

如果你是一名企业主，那你面临的潜在风险就会成倍上升。在决定如何组织业务活动，进行业务经营决策的时候，你需要把这些潜在的风险因素考虑在内。你可能希望以股份公司、有限责任公司或者有限合伙公司的形式开展业务，以避免诉讼责任限额超出自己的个人资产，从而影响公司的业务经营。下一章将对这些重要的议题展开进一步讨论。这些常识性的技巧所提供的风险防护，仅限于最低的层次。随着资产的不断累积，你需要与律师和税务顾问合作，确定需要采取哪些更加复杂的措施，来应对你的经营情况。

总之，你可以认为，在一个充满诉讼风险的环境中，要保护好自己的财产，你首先需要一份伞形保险产品，然后还要注意，应当以什么名义持有财产，应当如何组织自己的生产经营活动。

避免遗嘱认证的简单办法，以及为什么这些方法还不够

遗嘱认证是原所有人去世之后实施财产继承的自动程序。只有了解其基本原则，你才会知道，自己为什么需要更为复杂的遗产规划，以便在自己去世之后顺利实现财产安排。你也应当知道，在大多数情况下，为什么一些避免遗嘱认证的简单办法其保障是不充分的。

尽管每个人都应当立下遗嘱，但人们也希望避免认证（要记住立下遗嘱并不意味着就能避免认证）。人们认为遗嘱认证不仅耗费时间，而且所费不菲，这种看法是正确的。有一些办法可以避免遗嘱认证，比如说此前所说的联权共有。如果一个人去世，生存者就得到财产，这很清晰易懂。但如果两个联权共有人同时死于车祸，而根本无

法区分谁先死亡，那将出现什么情况呢？这两个人可能共享财产，但对于其分配却有着不同的安排。

联权共有并不灵活，如果一位联权共有人去世，那只会导致一种结果：财产归生存者所有。利用联权共有来规避遗嘱认证、实施财产转移，虽然是一条捷径，但也存在一个缺点。在前文我曾提到过，当两位联权共有人都健在的时候，这种简单而节俭的名义持有方式将会带来意想不到的结果。在这个例子中，祖母和孙子对房产在名义上都拥有所有权，由此祖母不需要订立遗嘱，而当前房子属于两人共有。尽管祖母可能认为，房子依然属于自己，但从法律角度来看，它也属于孙子所有。在法律诉讼中，原告能够以此作为孙子的资产要求补偿。

死亡转移（TOD）是无须认证即可进行财产转移的另一种方法。你可以利用这种方法进行证券账户、储蓄存款以及其他证券的财产转移。你可以将账户登记为死亡转移或死亡给付（POD），并指定你去世时希望转移的对象，该对象实际上就是受益人。你去世时，财产无须认证就实现了转移。这种方法的缺点在于，这种简单而节省的方法只适用于一种情形。如果与期初相比情况发生了变化，那带来的预料之外的结果可能是你所不希望的。如果希望转移的对象在同期也去世了，那该怎么办？或者对转移给你的存款，假如你的母亲很希望你能与姐妹进行分割，但你又不希望这么做，那又该怎么办？

也存在其他类型的资产，无须经过认证程序，因为这类资产可以通过指定受益人进行转移。这类资产包括个人退休账户、保险单和年金等。对这类资产而言，一定要指定第一受益人和第二受益人，这一点十分重要，因为你不会希望这些资产最终被作为遗产进行处置。对个人退休账户和养老金账户而言，如果指定受益人出现问题，那可能带来灾难性的后果。通常你会提名个人作为受益人。最差的情形是，

你将自己的遗产提名作为养老金或者个人退休账户的受益人，你绝不会希望面临这种情形的（第9章对此有详细阐述）。

财产转移给继承人，主要有以下3种方式：

（1）法律要求。

（2）合同约定。

（3）遗嘱。

优先顺序要根据指示先后来确定。要为个人退休账户确定受益人，这是法律的要求。如果某人在遗嘱中将配偶列为受益人，而将自己的兄弟指定为个人退休账户的受益人，那其兄弟将继承财产，而不是配偶。如果没有给个人退休账户指定受益人，那个人退休账户就会被放入逝者的遗产中，并需要经过认证程序。如果属于联权共有，当第一位所有人去世之后，会将其财产份额转移给生存者，这也是法律的要求。婚前协议属于合同条款，如果婚前协议的规定与遗嘱不同，那婚前协议将拥有优先权。如果情况并非如此，那婚前协议的双方都可以通过订立遗嘱的方式，使得婚前协议条款无效。

按照对遗产规划的一般认识，人们首先想到的就是遗嘱，这是很有道理的，因为不管法律要求和合同约定如何，对财产的影响怎样，每个人都应当定下遗嘱。本章下面的内容，我将集中讲述遗嘱问题。

遗产规划的基本原则

不管你认为自己的遗产有多么寒酸，也不管你是否有什么财产或者哪些亲戚，实际情况很可能比你想象的要复杂得多，每个人都需要

生存信托，订立遗嘱，并不断地听从律师的建议。这部分我将讨论这些常识性的内容。

生存信托

在认识到设立生存信托的重要性方面，我一直敢为人先，从与第一位客户打交道开始，我就一直是设立生存信托的忠实拥趸。通过设立生存信托，不仅让你在无须认证的情况下就可以实现财产转移，同时，如果出现你无力处置资产的情况，还可以为你提供有效处理各项事宜的工具。也许一纸遗书就足够了，也许联权共有也很有用，但对许多人来说，设立生存信托正变得日益重要，它可以确保财富的平稳过渡，还能为遗产税提供适当的资金支持。

何为信托？人们使用信托的历史已经有几百年。信托是一种协议，允许一个人（让与人）将财产所有权正式转移给另外的人（受托人），受托人按照信托协议提名人（受益人）的利益需要负责管理受托财产。就遗嘱而言，遗嘱订立人去世之后，财产将直接转移给另外的人。而从信托来看，在让与人生存期间，或者在其去世之后，或者两种情况都有，仍然可以信托的名义持有资产，以便更好地维护受益人的权益。二者还有一个重要的区别，遗嘱属于公开文件，你可以进行检索，查看其内容。但信托属于私密文件，信托的规定对其他人是保密的。

因此，信托有三方主体：让与人、受托人和受益人。当我设立生存信托的时候，我自己就是让与人。我也是信托的受托人，意思是我负责管理信托资产，我也是自己的受益人。在无力管理或者去世之前，我一直是都是三体合一的。在设立信托的时候，我也会提名继任受托人，在我无力管理或者去世的情况下，他将成为信托的受托人。在这两种情况下，继任受托人通常是我的配偶，她将负责管理信托资产。

信托的种类有很多。部分信托可以变更，因此也被称为可撤销的生存信托，这类信托作用很强大；也有不可撤销信托，在这种情况下，我就需要放弃对信托的全部控制权。最常用的不可撤销信托当属不可撤销保险信托，我随后将在本章展开讨论，在第10章“充分利用人身保险”中，我们也对这项内容进行过说明。生存信托或自我声明信托都很简单，可以用来规避认证程序，也可以处理更加复杂的情况。例如，当孩子很小的时候，你可能不希望立即把钱交给他们，那就可以在生存信托之内成立子信托，规定当你去世之后，资金要交给你的配偶；当配偶去世之后，资金要存在信托中，供孩子们使用。你也可以指定，资金不平均分配给继承人。在生存信托内部，你可以任意指定分配计划。与开立联合账户相比，利用生存信托无疑要灵活得多。

生存信托文件规定，“我，诺伯特·M·明德尔，设立本信托。当生存时，我可以任意处置本信托；当去世时，我的配偶将成为继任受托人。”写下这份文件并成立信托，并不会导致所得税或其他任何纳税义务。这是一份法律文书，在生存时，我可以对其进行任意变更。我的配偶也设立了一份生存信托，把她自己的资产囊括在内。

一旦设立了信托，你就对资产进行了重新界定，使这些资产都归入了信托的名下。例如，房产将不再以联权共有的名义持有。相反，条款规定“朱迪·明德尔，自××/××/××（日期）起成为朱迪·明德尔信托的受托人。”我的银行账户也将重新界定，“诺伯特·M·明德尔，自××/××/××（日期）起成为诺伯特·M·明德尔信托的受托人。”如果按照这种方式对资产进行划分和确认，当我们去世时，就没有任何需要认证的东西了。生存信托可以持有任何种类的财产。大多数遗产规划师都会建议客户设立生存信托，将其全部的非退休资产划入该信托。在某些情况下，退休资产也被转移到信托中。

以生存信托的名义持有资产，可以灵活地进行遗产规划。通过细致起草每一份生存信托，可以满足每一位设立信托的授予人的需求。

信托一旦设立之后就开始生效。授予人生存期间，信托可以自由修订、重新撰写或者予以撤销。在授予人残疾期间，可以利用信托实施资产管理。当授予人去世后，信托可以实现遗产的避税目标，并按照授予人的愿望对受托财产进行处置。如果规划合理，在授予人生存期间，生存信托可以避免高昂的监护费用，在授予人去世之后，生存信托还能避免烦琐的认证流程。

在授予人的一生之中，生存信托只是资产管理的一种方法。对于那些顶着生存信托名头的账户来说，它们利用授予人的社保号码作为税号标识。这类账户所产生的所有利息、分红和资本利得，都要作为授予人的个人所得税收入。直到授予人去世，信托才成为独立的纳税人。只要授予人健在，生存信托就是可撤销的；只有当授予人死亡或者永久残疾之后，信托才成为不可撤销的。

通常，只有当受托人永久残疾或者去世之后，继任受托人才会接管授予人的角色，负起受托人的管理责任。继任受托人的接任设计既私密又简单。通常，信托文件会规定，下列情形下受托人自动成为继任受托人：（1）残疾状况得到书面确认时，或者（2）去世时。残疾状况的确认，通常需要有授予人的医生及其指定家庭成员的书面声明。

从理论上讲，认证法庭并不会负责管理遗产的分配。相反，我的信托或我配偶信托的受托人，将会根据我们各自的信托规定，负责管理以及/或者分配各项资产。正常情况下，我将会提名我的配偶作为我信托的继任托管人，反之亦然。但信托也应当提名另外的受托人，以防止配偶双方同时去世的情况。在某些情况下，谁来充当受托人这个问题可能十分复杂，比如说再婚时，新的配偶与前夫子女关系并不融洽，就属于这样的情形。

你为什么需要订立遗嘱

即使设立了信托，遗产规划还是需要订立遗嘱。如果某人去世时，资产都只是在他或她自己的名下（而不是联权共有或者信托），那这部分资产就被冻结了。在没有指定执行人的情况下，这些资产既不能提取，也不能动用。当有生存信托的时候，你订立的遗嘱也称为倾注遗嘱（pour-over will），因为该遗嘱规定，如果你去世时有资产在你的名下（而不是信托名下），那这些资产将被加入或者“倾注”到你生前设立的信托中。即使是那些把大部分资产都放在信托名下的客户，他们也往往还有一两个银行账户，比如说活期支票账户，仍在自己的名下。遗嘱将会把这类资产转到信托里。

如果孩子未成年，那你必须设立遗嘱，一旦自己早逝，就可以为孩子指定监护人。即使订立了遗嘱，如果未成年子女同时失去双亲，那他们就会临时由各州进行看护，直至法院指定监护人。在大多数情况下，法院将会尊重父母的意愿，指定父母在遗嘱中提名的人作为监护人。监护人可以分为两种：人身监护人负责照顾孩子的生活起居；遗产监护人负责管理孩子的财务开支。如果你有未成年子女的话，设立遗嘱并提名监护人，其重要性再怎么强调都不为过。

就我的情况来说，配偶和我会通过用心的观察分析，看哪位亲戚最适合作为孩子的监护人。我不会告诉你最终决定，但我想向你强调，确定好你将信任谁，由其负起你孩子的抚养责任，这是你一生之中最重要的决策之一，即使你真心希望这种情况不要发生。对于将委托谁负起这份责任，你需要进行长远深入的思考，这一点十分重要。

持久授权和生存遗嘱

除了遗嘱和信托，一份完整的遗产规划还应当包括有关健康护理和财产状况，以及生存遗嘱的律师持久授权（所有律师都采用这种表述，律师持久授权简称持久授权）。这些名字让人十分迷惑，但与生存信托和遗嘱相比，持久授权和生存遗嘱不仅相互独立，而且有所差别。你需要两类持久授权：一类是关于财产问题，另一类是关于健康

问题。两种授权都需要指定某人，在你丧失行为能力时，替你做出决策。一个人通常会指定配偶或者成年子女进行持久授权。

这种形式的律师持久授权十分特殊，因为根据习惯法律规定，当权力授予人行为能力不足时，律师的权利也就终止了。但上述两种情况都正好相反，只有当无行为能力时，我们才需要有人替我们决策，因为当我们成为无行为能力人的时候，这种持久授权才正式生效，因此采用了"持久"这个用语。当我们无行为能力的时候，被授权人的权利就生效了。每个州的法律都进行了特别规定，允许某人代你决策，按照本州规定起草文件，才能确保该条款生效。

即使你设立了信托，针对财产处置的律师持久授权仍然是一项重要的遗产规划手段。如果你丧失行为能力，律师持久授权就指定某人负责管理你的资产，签署相关文件。通过律师持久授权，可以帮助处理你的银行保险箱，应对纳税和社保事宜。如果持久授权时进行了特别说明，那还可以帮你把资产转移到信托中，接受信托捐赠，从个人退休账户中实施最低提取，并处理其他专门的问题。在你做出决策之前，要与你的律师沟通，认真考虑到底谁真正可以信任。如果没有生存信托，那持久授权就更加重要了，每个人都应当做出相关授权安排。

通常，持久健康护理授权做出之后，当出现丧失行为能力的情况，或者你无法做出类似决策的时候，你指定的某人就可以替你做出健康护理决策。律师授权涵盖的健康护理决策可能包括，利用药物治疗、选择手术治疗以及停止生命维持治疗等。随着联邦健康保险流通与责任法案（HIPPA laws）的通过，你应当及时更新健康护理授权的内容，特别是授权你的代理人检查并了解你全部的医疗记录，这一点十分重要。有时候，当你病情十分严重，并住院检查的时候，医院会要求你签署健康持久授权并订立生前遗嘱，因为如果当你丧失行为能力时，要想再签署类似的文件就太迟了。

根据持久授权条款的规定，医生将会确定你是否处于无行为能力状态。就我所见的大多数情况，配偶或子女会收到医生的通知，说明另外的配偶或者父母已经无行为能力，无法进行自我决策。对子女来说，正如对任何人一样，得知自己珍爱的人无行为能力时，是一件悲痛的事情。比如说，确定你的父母没有再写支票的能力，这是一个令人伤心欲绝的过程。

在某些法院判决情况下，生前遗嘱可以与律师持久授权结合使用，作为你的声明文件，说明当你走到生命尽头的时候，你希望自己的亲戚或医生如何对待你。生存遗嘱与处理你全部遗产的遗嘱完全不同，与把你的财产放在其中的生存信托也不相同。有些州设立了生存遗嘱法案，授予你请求权，当临近死亡而没有生还的机会时，医疗护理机构无须使用超常治疗手段让你继续生存下去，这简称为不施行复苏术（DNR）。这些要求包括，你不希望借助超常手段，比如说饲管来维持你的生命。尽管面临生命晚期的决策时，这些指令都很有用，但它们的应用范围很窄，并且不应当作为你唯一的护理指引。根据律师持久授权，提名代理人负责健康护理决策，这涉及更多的健康护理问题，它把这类决策的责任放在了家庭成员或者亲密朋友的身上，在需要的时候，后者能够更好地做出相关的决策。同样的，每个州都有其各自的法律要求。

不管是什么人，即使资金很少，也需要订立遗嘱，设立健康和财产持久授权。是否需要成立生存信托，要取决于你遗产的规模，是否在多个州拥有资产，以及你是初婚还是再婚。如果各州的资产都是放在你一个人的名下，当你去世时，就需要在各个州进行遗产认证。举例来说，如果你在伊利诺伊州和佛罗里达州都拥有财产，那你在两个州都需要走一遍认证流程。尽管并非所有人都需要生存信托，每个人却都需要持久授权（比如说健康和财产授权）和生存遗嘱。

有关实行夫妻共有财产的州的警告 美国各州可以分为实行普通法的州和实行夫妻共有财产的州。就实行夫妻共有财产的州来说，它们采用的规定源于西班牙法系，具体包括亚利桑那州、加利福尼亚州、爱达荷州、路易斯安那州、内华达州、新墨西哥州、得克萨斯州、华盛顿州和威斯康星州等。如果你现在或者结婚时曾经住在上述各州，你的遗嘱和遗产规定就与我本章所说的有所不同。由于本书篇幅有限，我建议你咨询自己的律师，向他请教有关遗产规划的更多建议。

下一代

现在，你已经知道，当你去世时有关财产保护的一些基本原则，下一步你就需要考虑如何进行遗产分配了。面对遗产分配，除了法律要求之外，还有很多因素需要考虑。你需要后退一步，看一下，潜在的继承人获得这些财富之后，将会对他带来哪些影响。

对于你的继承人将得到多少财产，遗产税和各州继承税所产生的影响很大，有很多方法可以管理这些税的影响。但是，在你开始考虑遗产管理程序和法律流程，并且开始规划如何分配遗产之前，你应当停下来，问一下自己，对于把这些财富传承给自己的子女，你有什么感受和想法。我见过许多例子，把巨额财富传承给下一代，看起来对继承者并没有带来多大幸福，当然这也同样取决于你对幸福的定义。有些人希望把财富留给慈善机构。你需要自己决定，如何才能更好地管理资金，如何才能为子女带来幸福。

是否存在一个折中方案，你既让子女继承了一定的财富，还把其他遗产放在信托中，留给你的孩子、孙子和其他后代呢？我有一个很

富有的客户，可以称他为鲍勃，他为他的父亲设计了一套精明的方案。几乎任意规模的遗产都需要经过审计，国税局会拿出大量的时间和精力，证明你的遗产价值更高而不是更低，证明你需要缴纳更多的遗产税。鲍勃的父亲拥有巨额遗产，价值超过2 000万美元。为了避免与国税局针对遗产价值的争讨，鲍勃的父亲写下了遗嘱，自己遗产中超过2 000万美元的部分，都将捐献给慈善机构，因此降低了国税局的审计估值。国税局可能不太愿意认可估值金额，但国税局证明遗产的价值越高，那捐给慈善机构的资产就越多；不管对遗产的估值有多高，政府都无法从中拿到更多的税金。

你的目标是留给孩子或孙子500万美元、1 000万美元，还是2 000万美元呢？这是一件好事吗？我们每个人都要自己决定。我建议你认真考虑这些问题。

利用生存信托进行规划

遗产规划的前半部分，是充分利用个人可用的联邦遗产税免税金额，同时也要把配偶的免税金额用足。遗产规划的下一阶段可以认为是提前规划，这个阶段可以分为3个部分：

（1）提供流动性用以缴纳遗产税。

（2）充分利用年度赠与免税限额。

（3）将个人一生可用的免税额度最大化。

但在开始下一步更高级的规划之前，你不能无视一条核心原则：遗产规划必须与你的人生目标统一起来。只想着把资金分配出去，因为你不想将其放在遗产中，这是不均衡的。规划的首要目标是确保你

有足够的退休资金，你首先要照顾好自己，遗产规划是第二位的。尽管资金分配的方法有很多种，你可能已经做好或者尚未做好准备工作。

利用生存信托推动效用最大化

生存信托的设立可以采取多种方式。你需要请教专业的遗产规划律师，才能知道哪种方式最适合你。生存信托必须具有足够的灵活性，才能应对健康和身体的各种不确定性，以及子女不断变化的需求。当然，生存信托也需要符合特定而严格的法律规定。

还有很重要的一点需要牢记：你与配偶之间，无法知道谁先去世。这当然存在道德风险，这种可能性在数百万夫妻之间确实是存在的，而就我和我的配偶的情况来看却并非如此。因此，在进行遗产规划的时候，必须做到对夫妻双方都很有效，而不管谁先去世。

当去世时，你可以通过配偶免除条款，为活着的配偶留下额度不限的资金。这种方式已经持续了很长时间，并不是什么问题。这意味着如果你去世了，而你的配偶还活着，那她是无须缴纳遗产税的。但如果你去世时没有配偶，那你遗产超过350万美元（截至2009年）的金额都需要缴纳遗产税，税率最低为42%。要注意，你应当缴纳遗产税的税基，包括你所拥有或控制的全部资产，与是否经过认证或信托无关。

假设我去世时，配偶和我的遗产总额为700万美元。也许部分财产是由我单独持有，但对于我与配偶联权共有的财产，其中的一半要视为由我所有。如果不是配偶联权共有，那么一方拥有的资产要根据其此前的贡献来确定。有一个原则称为“所有权附带权”，该原则将确定那些属于我的财产：所有我可以控制、改变、调整或者从中获益的资产。这在遗产规划中十分重要，究其原因，举例来说，我放弃了某些东西，但依然对其拥有一定的权利或者保持一定的控制（这意味着，

我仍然保持一定的所有权附带权），那该物品依旧属于我，估值时依旧要计入我的遗产当中。

在我假设的例子里，我给活着的配偶留下了700万美元的财产，她无须缴纳遗产税，因为根据配偶免税规定，我可以留下任意多的财产而不用缴税。我可以将2 000万美元的遗产留给配偶，对此无须缴纳遗产税。在遗产规划过程中，面临的问题不是夫妻为彼此留下了多少遗产，而是当剩下的配偶去世之后，需要计算可以遗赠多少资产时的遗产税问题。但到剩下的配偶去世时，遗产规划的时机早已经过去。早在第一位配偶去世之前，就需要为第二位配偶去世时的遗产做好规划。

由于遗产税免税额度每年都会发生变化，我不得不举一个特殊的例子，因为这些数据只在2009年有效。因此在我的例子中，我的配偶活的时间比我长几个月，当她去世时，所留下的遗产也差不多同样是从我这里继承的700万美元，这些可以留给我们的孩子（正常情况下，未亡配偶所拥有的资产额度，将取决于其消费习惯以及持有期间的资产增值速度）。在本例中，她所拥有的遗产免税额度仅为350万美元，超过这一数字的部分都要缴纳42%的遗产税。因此她可以留给孩子们（以及其他继承人）的是203万美元（350万美元-350万美元×42%）加上免税额，也就是553万美元。

这个例子的问题在于，我自己拥有350万美元的联邦免税额度，却根本没有用上，因为我使用了不受限制的配偶免税额度，把全部遗产给了妻子。因此现在我想利用不同的方法重新设计，因为如果我去世时就使用免税限额，把这个限额加到妻子的限额上，我们俩合起来再进行遗产转移的时候，就根本不用缴纳遗产税了。

我的妻子和我拥有700万美元的资产，假设我在2009年先去世（当时遗产税免税额度为350万美元）。这次我没有把全部的700万美元直接留给妻子，我只通过配偶免税额规定，给她350万美元。另外的一半

资产同样是350万美元，通过联邦遗产免税额规定，我转移到家庭信托中，不幸的是，联邦遗产免税额每年也是在不断变化的。

该信托是为孩子们准备的，但在孩子们拿到钱之前，我的配偶在生存期间将先拥有这些资产，也就是信托收入以及在某些情况下提取本金的权利，主要是用于健康和福利开支。她并不能直接动用这些资金，也没有绝对的控制权。由于提取要求等限制条件的存在，该信托并不能享受配偶免税限额的规定，但根据联邦遗产税免税规定，我去世时，该信托是无须缴纳遗产税的。因此我配偶直接得到了350万美元，还得到了另外350万美元的信托收入。如果我们的遗产合计为700万美元，持有方式为联权共有，那你可以说，其中半数归我的配偶所有。如果我的遗产更多，比如说1 000万美元，我们决定我的配偶只拥有350万美元，然后我在家庭信托中存入350万美元，那我的配偶就只能持有自己350万美元的那部分，按照配偶免税条款的规定，我会把剩下的300万美元赠给她。但当我的配偶去世时，这部分资产需要缴纳遗产税才能传承给下一代。

根据联邦遗产免税规定设立的这个信托，其名称有好多种，可以将其称为家庭信托，因为使用了350万的免税额度，也可以称其为统一信用保护信托，或者称为B信托。这种形式很复杂：当你去世时，你的生存信托被分为两部分。A信托属于你的配偶，B信托属于家庭信托。你的配偶去世后，信托资产将传承给子女，无须缴纳遗产税。在你的配偶生存期间，该信托可能会不断增值，最终高达1 000万美元，尽管该信托可能因为资产增值而缴纳所得税，但并不需要为此缴纳遗产税。不管家庭信托如何增值，都不属于我配偶的遗产，也无须缴纳遗产税。

图12.1显示了信用保护信托的运作原理。首先，我需要说明的是，近年来遗产免税额度已经发生了很大变化，当前根本无法预计不久的将来，该额度将是多少。

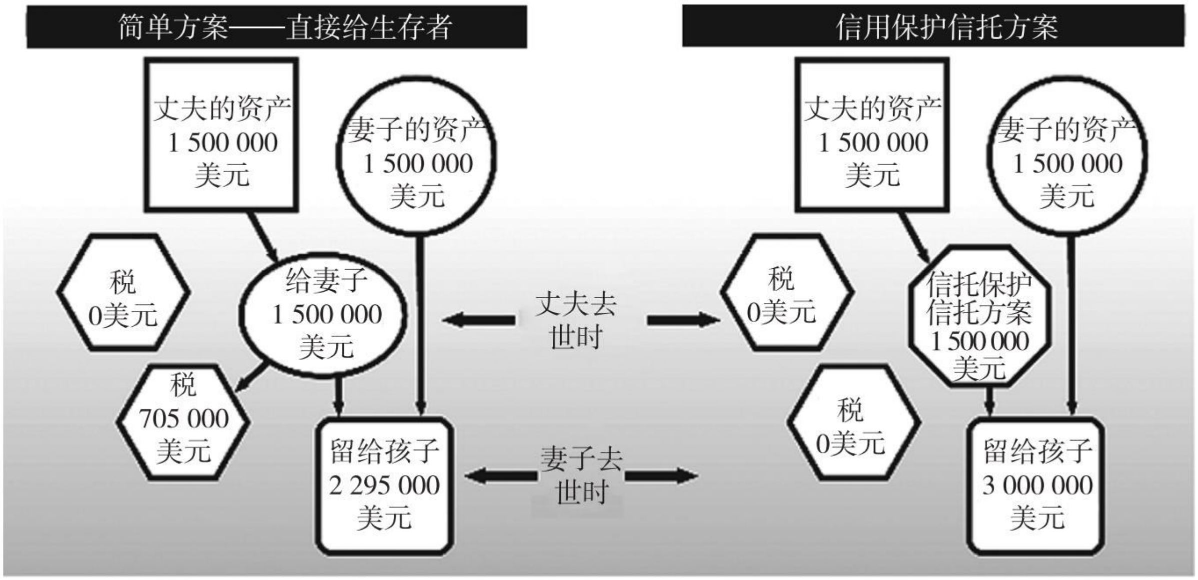


图12.1 采用家庭信托的优势

资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司

在图12.1的左边，展示了直接把资产转移给未亡配偶的情况。这意味着，你并没有利用已故配偶的免税额，因此增加了未亡配偶的遗产，额度为150万美元，相应缴纳70.5万美元的税收。再看一下图的右边，你没有直接把财产转移给配偶，而是把本例中150万美元的最高免税额度转到了家庭信托中。结果当配偶去世时，家庭信托并没有包括在未亡配偶的资产中，无须缴纳遗产税。之所以没有纳入未亡配偶的资产，是因为该资产的使用和提取受到了一定的限制，但这些限制通常并不烦琐。典型的家庭信托一般会有如下文字："受托人至少每个季度都将向我的配偶支付收入，在其健康和生活需要开支的情况下，也可以动用本金。"

实际上，为了减轻未亡配偶对这些限制条款的担心，可以把未亡配偶指定为受托人。

表12.1展示了其从2005年以来的变动情况。由于我需要利用某一额度来演示这种信托对遗产税的影响，我就采用了150万美元的免税额度。

表12.1 每年的遗产税免税额度（单位：美元）

年份	适用的免税额
2005	1 500 000
2005	2 000 000
2007	2 000 000
2008	2 000 000
2009	3 500 000
2010	免征遗产税
2011	1 000 000

资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司

再婚及附带可终止权益的信托

一提起“再婚”这个词，我总是不由得竖起红旗，尤其是还涉及孩子的时候。在职业生涯过程中，我曾经遇到过的最棘手的情况，就是源于再婚和前夫子女的情况。我猜测，这类古老的童话故事也体现了人性中的一些基本内容。

因此一个人再婚了，而且他已经有孩子了，他希望资产最终留给自己的孩子（而不是第二任妻子的亲戚），但也想给自己的第二任妻子留一些。通过附带可终止权益的财产信托，他可以做到这一点。利用附带可终止权益的信托，对于资产的最终走向，你可以施加更为有效的控制。

如果我再婚了，我就会设立附带可终止权益的信托并把资产放入信托。我可以向该信托投入任意数目的资产，因为该信托面对的是不受限制的配偶免税额。放入附带可终止权益的信托的资产，要受到遗产税规定中配偶免税额的约束，但我的未亡配偶（第二任）只能从信托中得到收入，而无法对其实施控制。实际上，附带可终止权益的信托用来进行收入分配，本金最终将留给我的孩子。当第二任配偶去世之后，遗产税纳税义务就发生了。

这就是关于此类信托的全部内容。最重要的是，步入第二次婚姻殿堂的富裕人士应当知道这类信托的存在。起草该文件的时候必须极端谨慎，因为即使是很小的错误，也可能让该信托无效，使得当第一任配偶去世时就引发遗产税纳税义务，而不是第二任配偶去世时才需要缴纳。

跨代信托

有时候，祖父母只是不太喜欢自己的孩子，而对于孙子女的感情则要好得多（如前所述，我总是认为，祖父母很快就会发现孙子女也很烦。）在另外的情况下，有些财富不菲的家庭，希望利用一切可能的手段将财富传承给更下一代。

有钱人应当知道的是，这种方法确实是存在的。如果希望利用这种方法，那遗产规划律师就会向你解释，并起草相关文件。但原则是：把财产传承给孙子女等人的时候，他们与你隔了不止一代人，为此就需要缴纳隔代转移税（generation skipping transfer tax，简称GST tax）。这个税种是在遗产税和赠与税之外的，2009年的统一税率为45%。根据与联邦遗产税相同的减免规则，每个人也可以享受隔代转移的税收减免。这种税收减免的规定允许人们为孙子女设立信托，在把资产留给孩子的同时，无须将其纳入孩子接受的遗产中，从长期来看这能显著降低隔代转移税。

对于这种隔代转移策略，还有一种替代方案，那就是资金由父母留给孩子，并缴纳税收，然后由孩子再留给孙子女，然后再次纳税。尽管超过免税额度的隔代信托是需要交税的，但与这种资金两次转移带来的纳税义务相比，隔代信托所需缴纳的税费要少得多。

遗产税制介绍

此前我就说过，遗产规划的基本内容，就是在你去世的时候，按照你的意愿对财产进行转移。本章目前的大部分内容都是在讨论这个问题。现在我们要讨论遗产规划的第二个基本问题，那就是利用基本文书和信托之外的其他手段，将你的遗产税额度最小化。

没人喜欢纳税。我们都希望把尽可能多的资产留给子女，把尽可能少的资金用于交税。除非认真规划，对于留给子女的那些投资和财产，可能会给他们带来意料之外的纳税义务。

国税局从我们手里拿钱的方法有很多种，但主要有3种纳税制度，还有很少使用的第四种。所有这些纳税规定，都是针对财富转移课征的。

（1）所得税。我们都知道所得税征税体系，国税局要求我们每年4月15日之前提交应税文件或者延期纳税申请。

（2）赠与税。一生之中，如果你将资产赠与子女，此行为可能引发纳税义务。

（3）遗产税。这是当你去世时，你的子女就其继承财产所需缴纳的税。

（4）隔代转移税。如果去世时，或者活着的时候，你希望把财富传承给孙子女，除了其他税收之外，你还可能需要缴纳隔代转移税。

上述不同税制之间相互纠缠，经常让人感到混乱。遗产税与赠与税既相互独立，又有所差别，这两种税与所得税都不相同。当我在2009年年初写作本书的时候，遗产税正在修订之中，围绕遗产税的争议不绝于耳。由于政府需要资金对2009年开始实施的财政刺激和金融救助行为提供支持，我们已经不止一次听到有关遗产税改革的声音。

2001年的《经济增长和税收减免法案》（EGTRRA）提高了你去世时遗产税的免税额度，这个额度也被称为你个人的联邦遗产税免税额。对于那些2001～2002年去世的人来说，他们遗产中免除联邦遗产税的资产额度为100万美元。从表12.1中你可以看到，直至2009年，个人遗产税免税额度是如何逐年递增的，对2010年去世的人来说，他们的遗产全额免交联邦遗产税。人们的争议就在于，对2010年去世的人来说，不管其如何富有，他都无须缴纳任何遗产税。

那在2001年，当时在美国的税收体制中，联邦遗产税一直是个摆设，他们对此又会怎么看呢？至少，我们的立法者并没有考虑到，2008年的典型特征是股市急剧崩盘和房价迅速下跌，未来一段时间可能还将保持这种状态。考虑到为了推动经济发展，政府已经投入了大量资金，我们可能会怀疑，不征收遗产税的年头是否真正存在。然后到了2011年，按照当前设定好的征税方案，遗产税免税额将恢复到2003年的水平，遗产超过100万美元的人都需要缴纳遗产税。如果你即将面临这种情况而又身价不菲，我能提供的最好建议就是：2010年要当心给你做饭的人！

你一定听过，传说中在未来数年之间，上万亿美元的资产将从“最伟大的一代人”转移到婴儿潮那代人。这些转移可能发生，也可能不发生，但只有很少的人才会为此支付遗产税。我个人认为，联邦遗产税免税额度仍然会很高，但是政府可以通过立法，针对大部分遗产继承采取结转式征税而非累进式征税，弥补其因高免税额而带来的损失（见下文“纳税基数的一点提示”）。问题在于，我们不知道未来到底会怎样，法律将如何规定。没有人知道会怎样。这让遗产规划的各项工作都变的极为困难。

个人的遗产税征税基础，包括其去世时拥有的各类资产的价值，包括人身保险、年金、个人退休账户、401(k)账户、养老金和利润共享账户、房地产、个人有形财产、银行账户以及各类投资收入。但只

有当资产总额超过某一额度时才需要纳税。此外，法律还明文规定，适用的免税额度，是指应税遗产中无须缴纳联邦遗产税的那部分资产金额。如前所述，表12.1列出了就目前来看适用的免税额度情况。

当前法律规定的逐渐实施，使得遗产规划更加困难。对于遗产不是很丰厚的年轻人来说，想确定需要在多大程度上进行规划和做好准备，这项工作可能并不容易。保守起见，对于资产超过100万美元的任何个人或已婚夫妇，都应当考虑遗产税收规划。对已经达到或者超过退休年龄的大多数人来说，他们都要认真考虑信托计划，并考虑终身残疾等情况，同时，一旦授予人永久丧失行为能力，信托文件就无法修改，这种可能性也要考虑到。

通过赠与转移财富

此前的章节介绍了遗产税的内容，我说过，除了所得税和遗产税，还有一套完整的赠与税体系，这些规定的目的，是为了避免有些富人简单地将财富赠与下一代而无须因此纳税的情况。与所得税和遗产税这两种税制相比，赠与税体系是独立的，有自身独立的法律规定，复杂程度也有所不同。

根据赠与税法的规定，你每年可以实施一定额度的赠与而无须纳税。在我写作本书的时候，该额度为每年13 000美元，但该额度是由国税局根据通货膨胀指数每年调整的。这意味着，你和你的配偶每年能够赠与你们每个子女26 000美元的资产。如果有5个孩子，那你们每年就可以赠与他们13万美元。赠与承受人无须因此报告。人们谈到赠与的时候，总是提到孩子们，但你实际上每年赠与13 000美元，赠与目标可以是任意多的人，不管是否是你的亲人。接受你赠与的人也被称为受赠人，实施赠与的人被称为授予人。从专业角度看，这实际上属于利用年度免税额的免税财富转移行为。

一生之中，个人被允许赠与额度的总额是100万美元：这指的是总额100万美元，而不是针对每个孩子可以赠与100万美元。一旦赠与额度满100万美元之后，随后你再实施的任何赠与就都需要缴纳联邦赠与税了。如果你自己（不包括配偶）一年之内赠与了20 000美元，对你和受赠者来说，超出的7 000美元（也就是超过年度赠与免税限额的部分）此时是无须纳税的。这7 000美元要计入你一生100万美元的免税额度中。这是你生存期间赠与和去世时赠与的一个很大区别。一旦你去世了，赠与就要缴纳遗产税并受其约束，而不再受到赠与税及其规定的影响。

有意思的是，13 000美元的年度赠与额度是不计入100万美元限额的。你可以每年给100人每人13 000美元，而这依然不计入你100万美元的赠与限额。

如果你去世时转移资产，那就会涉及遗产税的问题，因此正如我们此前多次提到的，2009年你需要支付联邦遗产税的限额是350万美元。但如果此前进行过捐赠并享受了免税规定，那你捐赠的额度，要从遗产税免税额中扣除。例如，我是个很慷慨的人，已经捐赠了100万美元，然后2009年去世了，那我联邦遗产税的免税限额就只剩下250万美元。

因此，该年度13 000美元的年度免税便利，要远远超过100万美元，只要年度捐赠不超过13 000美元就行。免税额仅仅是指每年的捐赠不计入100万美元的免税限度之内。

再说一遍：个人生存期间，如果使用了部分赠与免税额度，那当他去世时，这将减少其遗产税的免税额度。举例来说，假设一位单身父亲送给他唯一的孩子25万美元的股票。这将导致如下的结果：首先，年度免税额度将体现出来，也就是13 000美元。剩下的237 000美元将会把该人终身赠与免税额度降低为763 000美元。如果这位父亲之后没有再进行捐赠，那当其去世时，这237 000美元的超额捐赠将会减

少其遗产税的免税额度。如果这位父亲一生只进行过这一笔捐赠，并于2009年去世，当时遗产税的免税额度是350万美元，当这位父亲去世时，他的遗产税免税额度将减少237 000美元，即为3 263 000美元。假如这位父亲的房产价值正好是350万美元，这就意味着，其遗产中需要按照当前42%的遗产税交税的部分，正好是237 000美元。

关于一生中的捐赠和利用遗产进行的捐赠，也就是你在遗嘱中进行的捐赠，还有一个高度技术化的内容，那就是关于应税基数的问题，见表12.2。这里还应该注意几点。个别州也会对资产转移或遗产征税，各州的免税额与联邦并不一定保持一致，尤其是在过去这些年，联邦层面的规定已经发生了很大变化，在这种情况下更是如此。在进行此类规划时你需要借助专家的工作，这就是另一个原因。

表12.2 遗产税及赠与税的税率和免税限额

年份	最高遗产税率（%）	遗产税免税额（万美元）	最高赠与税率（%）	赠与税免税额（万美元）
2002	50	100	50	100
2003	49	100	49	100
2004	48	150	48	100
2005	47	150	47	100
2006	46	200	46	100
2007	45	200	45	100
2008	45	200	45	100
2009	45	350	45	100
2010	0	无限额	35	100
2011 *	55	100	35	100

注：*始于2001年的遗产税改革，最终于2011年结束，到时法律规定将返回2001年的情况。
资料来源：富勒姆财务管理有限责任公司

纳税基数的一点提示 我相信，每个阅读本书的人都知道所得税。如果以1美元的价格购买股票，以101美元的价格卖出，那我就需要按照100美元的收益缴纳所得税。如果在卖出之前已经持有该股票超过1年，那我就需要缴纳长期资本利得税，当前对大多数纳税人来说，该税率为15%（还有位于25%税率区间及更高的）。无法否认的事实是，当初购买只花了1美元，当我出售股票时，必须就超过1美元的任何增值额度缴纳所得税。上述1美元的价格，就是股票的基准价，也就是税法认可的股票购买价格。这个例子很简单，但我们也要打起精神，因为其中的操作很有讲究。

假设股票价格上升到101美元，从此稳定不动。现在假设我不是把股票卖掉，而是通过遗嘱的方式留给我的儿子。如果这样做，那他就会获得计税中所谓的累积税基。在我去世的当天，新的纳税基数将会提升该股票或任意财产的价值。

现在假设，我购买的这只股票用了半辈子的时间，其价值增长了100倍。如果我自己出售，那就需要缴纳巨额税收。但如果通过遗嘱将其留给我的儿子，那他继承时的税基就是101美元。如果以这个价格把股票卖掉，他根本无须为此支付任何所得税！如果出售之前，股票价格增至110美元，那他只需就其增值的9美元缴纳所得税，而不是109美元。对孩子和我来说，这都很有意义，因为这些操作让我无须因为该笔投资半辈子的升值而支付巨额的税费。如果我持有股票，支付资本利得税，然后把剩下的投资留给我的儿子，与此相比，前一种操作实际上可以让我的儿子免税获得更多资产。2009年之后，遗产税有关这方面的规定可能会有所改变，但就当前来看，这是你在现有法律制度之下所能争取的最大好处之一。

假设，我希望现在就把股票作为礼物送给儿子，而不想等到自己去世时，赠与税的运作与遗产税有所不同。当授予人还活着的时候，作为礼物所赠与的财产，其纳税要遵从税基结转的原则。因此如果在世时我把股票送给我的儿子，他因为持有该股票而需要纳税

的基数就跟我一样，都是1美元。如果股票价格增至110美元，然后他将其卖掉，那就需要就109美元的增值部分进行纳税。

对本书的许多读者来说，这种税基处理差异所造成的影响可能并不怎么显著，但对于一些很有钱的人来说，这种差别极其重要。这意味着，如果父母希望在其生存时实施捐赠，他们就应该选择那些尚未升值的资产。如果父母拥有在其持有期间已经大幅升值的资产，那就应当通过遗产进行捐赠。考虑一下家庭住宅，人们通常认为其属于房地产。20世纪50年代当一个父亲赚取了自己的第一个100万美元的时候，他以10万美元的价格买下了这套房子。如果这个父亲动用其100万美元的赠与免税额，将这套房产送给孩子，这样做是很愚蠢的，因为无论如何都会将其计入赠与免税额，也会导致孩子与父亲都面临同样的高税基。更好的处理方式是，在父亲去世时，通过遗产的方式将其赠送给孩子，这样孩子继承遗产时，纳税基数就是房子当前的价值。

生存、死亡、纳税、可撤销信托和不可撤销信托

正如我在本章前面所说，生存信托是可撤销的，生存期间我可以随意变动。从名字当中我们可以看出，不可撤销信托是不能改变的。问题在于控制权。记住我前面提过控制权的问题，如果可以控制一项资产，那该资产就属于我。即使看起来我想把这项资产赠与出去，或者从我的遗产中剔除出去，只要我可以对其进行更改或者施加影响，那这项资产就依旧属于我。如果把一项资产转入不可撤销信托，那就意味着它脱离了我的控制。只有这样，我才能真正将其从我的遗产中剔除出去。

在利用人身保险进行财富转移的过程中，不可撤销信托的作用十分重要，我在第10章已经讨论过这个问题。有时候，在某个特定时间内，你不希望自己的孩子接触到某些资产，此时也可以利用不可撤销信托。如果把资产转入不可撤销信托，那你就失去了控制权，从而也就将其从你的遗产中剔除出去。孩子或孙子会在你指定的特定时间继承这些遗产。对孩子来说，这与婚前协议的规定有些类似，尤其是当这些资产属于单独持有，并完全按照授予人的意愿行事的时候更是如此。婚前协议会特别规定，某些财产将永远不构成婚姻财产的内容。就不可撤销信托内部的资产来说，由于信托并非是由孩子或孙子设立的，这些信托资产永远不受债权人的追索限制（包括离婚配偶）。同时，各州对婚姻财产的界定大不相同，对婚前协议合法性的要求也各有差异。为了更好地保护资产，你和你的律师必须仔细做好规划。

常识要求与遗产规划原则 和我共事的一位咨询顾问其客户是一位寡妇，已经80多岁了，突然发现自己的资产高达150万美元。她的父亲给她留下了大量标准石油公司的股票，她一直保留着，没怎么关注。在提前进行遗产规划的时候，她发现了自己持有股票的价值。

假设她有一个孩子。不管从哪个角度看，在一家公司持有这么多的股票可真不是个好现象，这属于完全的集中持股，投资情况完全取决于这一家公司的表现。但如果想要卖出部分股票，她就会面临巨额税单，因为她持有该股票已经快一辈子了，分散化投资的成本很高。此外，如果可以通过遗产赠与的形式把股票传承给下一代，那遗产继承人就会面临累进式税基，将无法承担这些古老股票应纳的税费。如果持有这些股票并将其留给下一代，而不是将股票卖掉，那她的遗产价值就会很高。她甚至不能以赠与的方式把股票转移出去来避免纳税，因为生存期间的赠与将会导致税基结转，受赠人在出售股票时，需要缴纳巨额税费。她应该怎么做呢?

这真是进退两难。我认为，你需要考虑其身体状况，如果她还比较健康，可以活许多年的话，那你就可以将其投资进行分散化处理。如果她健康状况不好，那你就应当抓紧处理其股票投资。有时候，你要按照直觉行事。也许你还应该考虑，她手头是否比较宽裕，或者她未来需要依赖这些股票投资支付其余生的生活费用，此时即使面临税收账单，也需要把这些投资进行分散化处理。

最后的思考

如果想实施大笔赠与，最好的方式之一是赠与你认为未来将会大幅增值的资产。通过这笔赠与，你既给受赠人留下了资产，还从你未来的遗产中剔除了一份不断膨胀的资产；在离开你的控制之后，你希望这笔资产实现不断增值。因此最好的赠与资产当属股票、人寿保险以及房地产。就我赠与的资产而言，都是那些既有价值而我又希望由家庭成员继续拥有的。也许我还持有一些未来预计表现不错的房地产，或者我喜欢的股票。即使这属于赠与（利用税基结转）而非遗产，如果我的孩子想出售这些资产的话，他仍将面对比我更低的税基。最差的转移对象是现金。例如，与给受赠人现金用于购买股票相比，直接赠与其价值13 000美元的股票显然要划算得多。

第13章
家庭内部的财富转移：家族企业的继承问题

家族企业是美国经济的发动机，对经济整体具有很强的影响力。拥有自己的产业，做自己的老板，这种想法已经深深根植于美国梦之中。但是与大型或者公众企业相比，家族企业也面临着很多问题，其中最重要的问题之一，就是确定如何将第一代企业家的成功传递下去，通过维护和固化管理机制，使得继任者可以继续实现成功的运营。为此，你需要对家庭政治、继承法以及个人退休账户的监管规定了然于胸。这需要细致的规划，也需要切实了解家庭的特点和家庭成员各自的角色。这与公司主管实施的遗产规划大不相同，因为这种继承的价值，在于如何使家族企业继续繁荣运作。这与其他类型的业务或遗产规划也存在很大差异，因为家庭成员在家族企业运营方面是息息相关的，家庭关系也就是业务关系，其中往往涉及大量的情感因素。

试着想象一下，你与自己的父母及兄弟姐妹一起做生意。你们之间争吵的话题并不在于感恩或圣诞节礼物，你们公事公办，你的全部生计和家庭财富积累都将裹挟在这些长期的家庭关系中。对于相互之间的偏见和怨恨，各个家庭成员将一直难以释怀。

家族传承

在开始讨论家族企业和传承这个特殊的话题之前，我希望强调一个特别重要的原则，尽管这个原则貌似显而易见：几乎任何传承的目标，都是为了在原资产所有人去世的时候，将支付给州和联邦的税费降到最低。实现这个目标的最佳途径之一，就是把遗产的价值尽可能做低。同样显而易见的是：价值越低的遗产支付的税费越低。尽管这一原则看起来很简单，但要将其应用于实践，需要耗费一位遗产律师近乎一生的努力。

因此就家庭的情况来看，你希望在将股票留给子女的时候，这些股票可以打折，这样就能使其价值尽量的低（后面会展开）。然后，你还希望利用当前个人一生之中赠与的免税限额，也就是100万美元。你还希望把家族企业的价值尽可能做低，从而充分利用你与配偶各100万美元的免税额度。如果企业价值在不断增长，你会希望当前尽可能多地转移股票或产权，因为当你与配偶去世的时候，这些企业资产已经转移完毕，不再包含在遗产之中了（你可以从第12章中读到更多信息）。

财富传承的方式总是有很多种。例如，父母可以把公司卖给孩子。在这种情况下，我们可以说，父母是利用所得税制度来转移产权和财富。父母将会支付出售所得，孩子会利用税后收入来偿还父母。父母还可以把公司送给孩子，利用的是产权转移的赠与免税规定。借助一位技术精湛、经验丰富的遗产律师的帮助，这两种方法都可以利用，以切实达到财富传承的目的。

父母几乎总是希望每个孩子都得到平等对待。许多时候，在不在企业中工作的孩子看来，把家族企业留给那些在企业中工作的孩子，这样做是不公平的，但我并不这样认为。家族企业可能是一个重担，或者可能仅仅是一份工作。不管家庭是雇佣一位财务顾问，还是一位遗产律师，后者经常需要充当家庭调解员，也可能是谈判房间里中唯一能够保持中立的人。尽管没有人完全满意，但调解员仍要试图达成

解决方案，让每个家庭成员都做出让步。这些情况是简单的数学公式所无法解决的。

会见家庭成员

举例来说，假设一对父母经营的企业蒸蒸日上，他们也马上要退休了，这时遗产规划箭在弦上。他们有4个孩子：一个是公司高管，一个在公司兼职，一个是西雅图潦倒的艺术家，还有一个住在父母旁边，圣诞节的时候会过来帮帮忙。这对父母公开表明，他们同等喜欢自己的孩子，因此希望平均分配遗产，尤其是母亲的这种态度更为强烈。但在这种情况下，平均意味着什么呢？家族企业继承的核心，是确定如何将难以分割的资产分配给在公司工作的孩子、不在公司工作的孩子、在公司兼职的孩子，或者是以其他方式参与家庭生活的孩子。

对家族企业来说，这种情形并不少见，但任何偏差的出现都是有可能的。通常你会发现，在几个孩子之间，只有一个或两个孩子真正在公司承担着领导角色，这种领导角色是不分性别的。鉴于父母通常的态度是，他们对孩子的爱是平等的，那他们对律师或者理财顾问的第一条要求，就是要把所有的东西都进行平均分配。

理财顾问需要做的是对家庭和企业进行系统的调查了解。有时候，家族企业仅仅是一个工作单位，孩子在其中努力打拼并得到报酬。作为咨询顾问，你需要搞清楚，家族企业到底价值几何，或者这家企业是否会把一个人拴住，让他每周工作80小时？如果需要每周工作80小时才能过上体面的生活，你就会知道这将导致怎样的情景：如果把公司平均分配给所有的孩子，那不工作的就希望与工作的孩子一样，得到同样的报酬，此时工作的孩子就会说，嗨，我每周工作80小时，你可没这样。这就是问题产生的根源。

作为理财顾问，我的目标是，在所有家庭成员都还健在的时候，让他们把注意力放在家族企业的传承和家族遗产的规划上。首要的工作，就是要尽量深入地研究家庭的情况以及家庭成员的个性特点。根据我的经验，家庭房产总是与家族企业相互关联，方法之一就是将二者区分开来，这可以让你把二者的收入区别看待。当父母健在的时候，你可以针对家庭房产设立有限合伙企业（有限合伙是一种法律组织结构，需要至少一名普通合伙人，他负责管理企业事务，承担债务和法律责任，也需要至少一名有限合伙人，责任只限于其投资额度。有限合伙人也可以享有合伙资金的收入分配权，但并不承担企业责任）。然后有限合伙企业可以与家庭成员签订租赁协议，由他们继承企业资产。继承企业控制权的孩子可继续负责企业运营，而他需要按照合理的价格租入家庭的房产。同时，不工作的孩子也可以租金的形式得到一定补偿。这属于很常见的情形。

之所以现在就签订租赁协议，是因为父母依然健在，每个人都很理智。我们希望达到的效果，是全面考虑父母去世时任何可能引发纠纷的因素，将其消灭在萌芽状态。我已经处理过很多次家庭财产分配事宜，经验证明这种方法确实是有效的。如果企业本身的价值不如家庭房产，那在企业工作的孩子，也可以成为有限合伙企业的合伙人。实际上，许多时候，工作的孩子可以在有限合伙企业中得到一个平均的份额，因为尽管家族企业支付的薪资比较合理，但这种情况的风险显然也比较高。此外，合伙企业的租金可能会占用家族企业的大量现金流。

考虑到遗产规划和遗产税的因素，上述交易还需要通过国税局有关租赁和其他要求的合理测试，但更重要的是，这些交易还需要通过另外的测试，你可以称之为家庭合理测试。所有家庭成员都认为这样做是公平的吗？这是否会让不工作的孩子也满意？你也可以引入通货膨胀条款，在继承方案早就开始设计的情况下，各方都会觉得自己得

到了合理的补偿。如果第一代创始人仍然健在，你没有采取这些措施，那随之而起的争执几乎是可以预见的。

下一个问题，就是要确定好如何支付因企业继承而带来的遗产税。父母希望孩子能够获得企业，也希望孩子们能够具备支付能力，妥善应对必然会发生的遗产税问题，但即使是一家繁荣发展的企业，也不见得一定会拥有支付税收急需的流动性资金。为满足这些要求，就需要成立不可撤销的保险信托，这样对在企业工作的孩子来说，他就拥有了足够的现金，可以支付企业继承所带来的遗产税，而对不在企业工作的孩子来说，他也可以得到家庭的现金和房产作为补偿。

要稍微注意一下，关于某些易于分割的企业：如果企业主要由房产构成，继承问题就简单多了，因为由此带来的租金收入是易于分割的。大多数继承问题都源于活跃的企业经营。

当不存在家庭领袖的时候

当然，各类家庭形形色色，有时候，即使所有孩子都参与企业经营，我们也不知道，第二代孩子中间是否存在一个家庭领袖。这让情况更加复杂。家庭需要签订一份买受协议。你需要对家族企业进行重组，设立有投票权股票和无投票权股票。有很多种方法可以把无投票权股票分给孩子们，但是你需要在每个人都健在的时候，让他们在有约束力的买受协议上面签字。买受协议可以专门规定，对于不在企业工作的孩子，如何才能赎买出去，或者如何实施不同类型或不同程度的补偿。

如果你对买受协议还不熟悉，我简要介绍一下。买受协议是业务伙伴之间的合同约定，所起到的作用类似合伙人之间的“婚前协议”一般：它规定，如果出现特定情况，企业的权益如何在各合伙人（或者

作为合伙人遗产）之间进行分配。它也规定了，在特定情况下，一个合伙人的份额如何才能出售给另外一个合伙人。买受协议也称业务延续协议或者收购协议。就家庭来看，买受协议的存在，保证了在出现死亡、丧失行为能力或者某个孩子退出的情况下，家族企业仍然能够持续经营下去，同时还能够避免出现下列情形：如果一位孩子去世，那仍然健在的孩子需要与其他孩子做生意，或者对去世孩子的遗产进行交易。买受协议中，如果包括对参与者适当金额的人身保险，就能够确保买受交易能够有足够的资金支持，如果出现诱发事件，该交易将会有足够的流动性作为支撑。买受协议通常会规定，谁可以购买出走人的股份，什么事件会引发买受行为，具体价格如何确定等。

关于无投票权股票的说明：家庭成员可以从中看出美国国税局对企业价值的打折情况。当向某一家庭成员发行无投票权股票的时候，该家庭成员实际得到了什么呢？在美国国税局看来，实际上没得到什么。企业价值如何确定？应当是自愿的买家愿意向自愿的卖家所付的金额。无投票权股票并没有交易市场，无法对企业实施控制，甚至根本无法出售。因此美国国税局认为这类股票应当折价。

买受协议有两个重要问题。首先，孩子们需要按照合同购入企业；其次，应确保有足够的流动性，用于支付并购价款。

达成买受协议并安排相关交易的过程，也正是公司重组的过程。律师也许会起草协议条款，每个孩子都签字确认之后，规定他们每个人都将得到100股公司股票。举例来说，如果一个孩子去世，买受协议可能规定，剩下的3个孩子可以将逝者的遗产买下来；如果一个孩子丧失行为能力，无法继续在公司工作，其他人就可以买下他或她的份额；如果其中有人退休也将同样处理。也可能有这样的规定，如果有孩子不在企业工作，其他人也可以买下他的份额。该协议把家庭成员以合同的形式绑定在一起，防止其中3个孩子联合起来对付另外一个。

买受协议的重要意义在于从所有权的角度，为家庭成员确立彼此沟通所应遵循的规则。如果有孩子不在家族企业工作，那想要起草一份协议可并非易事，但也许你可以在协议中规定，他并不能从企业得到补偿，其他在企业工作的人有权买下他的股份。要解决这个问题并不容易，因为有的孩子可能并不具备在企业工作的能力。这个孩子就可以说，我希望在这里工作，但你们并不愿意给我机会。总体来说，这种情况十分复杂，难以妥善处理。但如果父母仍然健在，可以进行协调并表达自己的意见，这种情况下，你帮助该家族解决这些问题的机会就会大大提高。一旦父母去世，家庭争斗就会更加剧烈。

多年来，我已经见惯了这类情形，根据我的经验，一般总是有一到两个孩子，他们有所成就，深入参与到公司经营中。如果父母不按比例把企业分配给孩子们，然后用其他资产进行补偿，这样做确实是有用的。

但我也见过以下情形，父母一心把所有股票平均分给各个孩子。这种情况下，你需要帮助这家人制订一份继承方案，而不能仅仅限于法律约定，此时需要每个人都认同的业务计划书。此时绝对有必要的是，父母和孩子都坐下来，坚定地告诉彼此自己的愿望。不管是理财顾问，还是律师，还是两者兼有，他们的工作总是受到一定的限制：孩子们在某种程度上总是要相处的。你只能做这么多。你可以把他们推到正确的轨道上去，然后再让他们协商解决财产清算问题。

为后代提前思考

为孩子着想，父母应当考虑把股票放到某类信托中。当有孩子离婚了，而如果你希望孩子的配偶要想实际得到股票必须满足一定限定条件的时候，问题就出现了。父母需要提前思考这些问题，因为你并不希望欺骗孩子或者孙子的配偶，更不用说他们的前配偶。如果你认

为，把公司从这代传到下一代比较困难，那要想将其传递到第二代那里，难度更是成倍递增。

许多家族企业的运作是基于父亲或者母亲独特的企业家才能，而这些素质是无法传递的。要想保证企业实现最好的传递效果，就要求具备独特能力的企业家在世的时候，花时间制订继承方案，方案可以让孩子参与进来，也可以不参与。方案的重要内容之一，可能就是教育孩子们，让他们具备这些独特的能力。

利用保险

对于那些不在家族企业工作的孩子来说，利用保险为其提供现金补偿，这种方式不仅十分常见，而且也相对简单，但这并非适用于每种情形，因为并非每个人都可保，或者从现实情况看，保险也并非总是能负担得起。此外，对不在企业工作的孩子来说，为了使其能够得到平等的继承金额，需要利用保险；对那些继承企业的人来说，为了有足够的流动资金来支付继承税，也需要利用保险。例如，继承一家有价值的企业，很容易导致需要缴纳500万美元的遗产税，这部分资金，企业可能有能力提供，也可能难以凑齐。根据税法规定，你也可以在数年之内支付这些税金，但这意味着，你实际上是从美国税务局借钱，这可不是个多么好的建议。

保险是一种很有用的工具，但并非适用于每种情形。对于如何才能充分地用好保险，人们的争议很大，这是因为有些规划师和咨询顾问很喜欢保险，而有些人特别讨厌保险。有些人认为，企业只能把保险作为最后的救助手段。有些客户从原理上就不喜欢保险。财务顾问的工作是把主观感情因素抛开，通过分析来得出结论。有时候，相关数据并不怎么有用，如何恰当地利用保险就成了一件左右为难的事情。但有时利用保险成为必须，因为保险可以提供流动性，而且可能

是提供流动性的唯一方式。最后，除了已经介绍的内容，要想就保险做进一步统一概括并不容易，但依然可以说，为了确保家族企业平稳有效地传承给下一代，保险是众多可以选用的工具之一。

用新的资产类型解决问题

现在想象一家成功的家族企业，父母希望在生活之余，对未来的商业发展做出长远的规划，但他们之中有人并不希望放弃控制权。父亲会跟你坐下来，表示同意你的看法，尽管他确实知道，有许多重要问题有待解决，但他就是无法说服自己放弃控制权。对此咨询顾问的工作是找到一种方式，在保留当前控制权的情况下，在合理避税的同时将企业传递下去。

S类企业就是实现这种目的的方式之一。如同C类企业一样，S类企业也是独立的法律实体，可以提供责任保护，但是根据美国国税局的规定，S类企业要选择适用合伙制企业的纳税规定，也就是不管是否有分红，S类企业的营业收入、费用扣除和纳税抵免等都是按年向股东收取的。这意味着，纳税操作是由股东层面而不是公司层面来实施的。要确定一家企业是否属于S类企业有一系列要求，包括不超过100名股东等。

家族企业可以通过重组成为S类企业，并发行拥有投票权和无投票权的股票。孩子们得到的是无投票权股票，因此尽管资产已经转移了，但父母依然拥有投票权股票，并因此控制着企业。现在，你就可以把资产价值转移给孩子们了，同时可以拥有我此前所提到过的国税局折价（因无法交易等原因）。

专业继承方法

当拥有一家成功的家族企业并且子孙满堂的时候，你已经超越了简单遗产规划的阶段，自然需要专业律师的帮助。律师可能建议的最复杂的规划方式之一是赠与信托，人们称之为不完全产权授予人信托，这种信托的设立，看起来就好像是将资产卖给了孩子一样，但根据税法的规定，卖家并没有因为这笔交易而获利。该信托的设立，是为了利用所得税和遗产税并不总是一致的制度规定。

授予人信托（grantor trust）的设立，是指当某人作为授予人或者受托人，由于拥有有价资产或财产而签署信托合同。信托一般在授予人生存期间存在，通常用于规划授予人的遗嘱，并进行遗产分配。作为一种特殊类型的信托，它可以使得设立信托者，也就是授予人对信托资产实施控制，并享受信托所带来的收入。在授予人生存期间，可以终止信托或更改信托条款。信托协议是一份合同，列明了信托所面临的各种情形，一般是出于对某人或某种情形的利益考虑，比如说配偶、孩子或孙子等。信托可以是可撤销的，也可以是不可撤销的。每类信托都面临很多变数，在成立时需要全面考虑，信托可以满足许多不同的遗产规划目标。

不完全产权授予人信托（defective grantor trust）是可撤销（不可变更）信托的一种，父母出于保护子女利益的考虑，将其资产投入信托时，利用资产估值折价方法，可显著降低当前所需缴纳的赠与税负担。通常，不可撤销信托的收入是需要以信托资产纳税，或者由信托受益人（在这种情况下，是孩子们）纳税的。但在授予人信托中，信托收入是由信托的发起者，也就是授予人纳税的。

通过不完全产权授予人信托，你可以实现冻结企业价值的效果。比如，我把自己家族企业100万美元的股票卖给了我的儿子，从所得税的角度，这笔交易是中性的，意思是我从中并没有实现任何资本利

得。这种情形十分复杂，但从本质上来看，在税法规定框架下可以实施一项专业操作，使得这笔销售从所得税角度来看是可以忽略不计的，好像是自己卖给自己一样。这是税法的诀窍之一——从某种角度来看，实际操作没有任何意义，业务的价值仍然与卖家赎回的价值保持一致。这项业务实际上是以交易价格进行了转移，尽管在父母生存期间，业务价值还将继续保持增长。在下一个10年间，我的儿子将利用这项业务所带来的收入，向我支付100万美元。如果未来10～15年间，公司价值增至200万美元或者300万美元，这些增加的价值已经转移给了我的儿子。同时，他也在向我付款，而我可以带着现金离场。但我仍然可以控制这家企业，因为我依旧持有有投票权的股票。

我有个客户，家族很富有，在处理一家价值1 500万美元的企业时，利用的就是这个方法。他于7～8年之前实施了该交易，将1 000万美元的业务增值转移给下一代。

这种方法十分复杂，你需要法律和税务顾问的帮助才能实施操作。从咨询收费的角度，这些服务并不便宜，但如果你的遗产规模足够大，那这些花费是相当值得的。进行复杂的遗产规划，不仅需要咨询顾问花费大量的时间，熟悉并了解业务情况，同时也需要家族成员通情达理，知道这样处理是合适的。我以很简单的方式对此进行了说明，但其中的细节技巧是极度复杂的。

如前所述，遗产规划的目标，是为了通过设立有限合伙公司或发行无投票权股票的方式，对转移给孩子们的资产价值实施税法认可的折价处理。如果采用销售方式，那你就可以冻结业务的价值，尽管将业务卖给孩子们可能比较昂贵。卖家（父母们）需要就所得利润纳税，买家需要利用业务所产生的税后利润来向卖家付款，因此在所得税制度下实施这种操作，也就意味着需要双层纳税。

将资产卖给不完全产权授予人信托，可以减少其中一层税收。卖家无须就销售行为纳税，因为按照国税局规定，该笔交易并没有产生

利润。在正常情况下，你实现了预定目标，锁定了正在不断增值的业务价值。再次强调一下，这些只是工具，你需要确定适合自己的情况。

我们再来看一下员工持股计划（employee stock ownership plan，简称ESOP），该计划可以为公司带来流动性。员工持股计划是员工福利计划的一种，使员工通过持有公司股票成为公司的所有者。与其他员工福利计划相比，员工持股计划具有一些鲜明的特征。首先，根据法律规定，员工持股计划的主要投资标的是雇主公司的股票。其次，该计划可以借款，这使其成为合格的员工福利计划中独一无二的存在。因此，人们可以使用带杠杆的员工持股计划，以其作为公司融资的手段之一。

尤其是当没有一个领头的孩子时，父母可能会把公司卖给员工持股计划。员工持股计划是一种十分复杂的设计安排，主要是允许企业所有者将其业务卖给符合《雇员退休收入保障法案》的投资计划（ERISA-qualified plan）。这个计划可能是已经存在的，并转换成员工持股计划，也可能是新成立的。由于该计划将大多数员工作为参与对象，因此这实际上属于将公司卖给了员工。对卖家来说，这可能会带来巨大的税收优惠，比如说所有者可以享受税收递延。此外，该计划还可以从银行借款，用于购买企业股票。在这种情况下，对于所收取的利息费用，银行可以享受税收减免优惠。此外，该计划每年可以通过税收抵扣的方式偿还贷款本金。这类设计都很复杂，需要这方面的法律和税收专家向你提供帮助。

家庭度假屋

家庭度假屋的分配又给人们带来了难题。父母在度假屋里把孩子们带大，或者大家至少在此消暑度假，房子在湖泊边上，牵连着大家

多年的美好回忆。父母希望把房子留给所有孩子，并希望孩子们、孙子们可以一代代地使用这座房子。

但想想会发生什么事情？房子维护是需要成本的，部分孩子可能有钱来维护，而其他人可能没有。随着时间的流逝，房子的维护和修理成本会逐渐上升，这就会出现问题。父母希望每个人都可以使用这座房子，但房子却难以分割。父母甚至会成立信托或者专门拿出钱来用于房屋维护，但一旦涉及信托或者合作关系，父母就需要事无巨细地明确如何处理各种相关的产权问题。要想信托长久运作下去，需要家庭成员通情达理才行。

实际上，涉及房产的事宜，试图在3个或更多孩子之间分配，甚至把房产放在信托里，这可能会是灾难和麻烦的起源。有的孩子可能无法出钱进行保养；有的孩子可能住得太远，没法享受到房子的好处，并认为自己不应当负责维护；而另外的孩子可能急需钱，希望卖掉自己的份额，但是由于信托的存在无法做到这一点。

当然你可以在遗嘱中规定清楚，如果大多数人希望出售，那就可以把房子卖掉。你也可以起草规定，允许其他受益人享有优先拒绝权。应当注意，这些细化规定的要求，很多都需要你把问题表达出来，然后要求一位有经验的税务或遗产律师为你起草遗嘱或信托文件，只有了解你需求的人才能做到这一切。

家族宝物和珠宝玉石 我从事家族传承、遗嘱处理和遗产规划等工作已经超过25年了。我见识过复杂的家族企业中千头万绪的继承交易，我想说的是，最惨烈和最痛苦的争斗，都是围绕家族宝物尤其是珠宝玉石展开的。说真的，这会让你备受打击。与遗产分配问题相比，围绕珠宝玉石的家庭争斗更为频繁，我见过兄弟反目成为路人，而源头就是因为争夺珠宝！

这种关于个人财产的争夺，并不仅仅是关于财产的：它有象征性，有意义，承载着回忆，寄托着无尽的情感，而珠宝尤为突出。尽管我并不是性别歧视，但这些问题首要的，都是关于母亲和女儿的。一旦涉及珠宝，她们就会极其情绪化，其原因自然是因为珠宝代表着关联和情感。尽管这种情形并不多，但我也见过，因为汽车或者枪支收藏，或者其他任何寄托孩子与父母回忆的物品，出现父子反目的情形。

对于涉及家庭回忆的这类物品，有两种主要的处理方法：一种是通过遗嘱，规定如果孩子和家庭无法就分配这类物品达成一致，执行人就会把所有东西都卖掉，然后以现金进行分配。还有一种方法，是不从法律角度解决问题，而是试图帮助处理问题。在每个人都在世的时候，关于父母希望这些传家之宝如何分配，你可以让他们白纸黑字地写下来，然后与孩子们沟通，这样孩子们也会知道他们父母的真实想法。这样不仅能够解决现实的问题，还能为将来可能出现的争执解决打好基础。

有时候，你也会遇到比较正统的家庭，孩子们和谐相处。孩子们会告诉我，当他们的母亲生病时，她会坐下来，告诉他们珠宝如何分配。“而妹妹和我都觉得这样没问题。”与以往相比，我听到这种话的时候越来越多了。

一些结论性的思考

一位父亲公司经营得不错，在孩子们看来，他积累起一笔不菲的财富。有时候孩子们会认为，公司就像是一台印钞机，而对于那些不在公司工作的孩子，他们认为参与公司经营的孩子也就那么回事。

要妥善地处理问题并不容易。遗产和业务如何分配在很大程度上取决于咨询顾问的卓越工作，他需要深入了解家庭及公司的情况。在每个人都健在的时候解决所有或者绝大部分问题是可行的。对于咨询顾问或者律师的帮助，以及他们所做出的各种安排，整个家族需要透彻考虑其影响。即使签署一份租赁协议，都有可能结下苦果。对于收到租金的孩子来说，他们可能认为这并不公平；而对于经营公司的孩子来说，他们可能同样认为这不公平。因此，即使父母费尽心力希望在每件事情上都一碗水端平，但最后的结果可能是每个人都不满意。除此之外，最终的结果也取决于家庭氛围，而这是不可预测的。

我很喜欢与企业家们共事，他们努力工作，开创了成功的事业，为家庭带来了高质量的生活。我总是乐于跟他们随时坐下来，讨论有关遗产规划和公司传承的问题，但在此之前，我总是鼓励为人父母者先与孩子们进行沟通。他们给我打电话预约，我会跟他们说："你与孩子们沟通过了吗？"他们经常不太愿意与孩子们说起这些，这其实有点古怪。他们回答说："没有，我们还是想跟你说。"然后我就会说："你应当与孩子们沟通，开个家庭会议。对于你的希望，你应当直接跟他们说。"

家长之所以有点犹豫，是由于一系列因素。一方面，许多人不希望面对自己终将去世的问题，或者不希望考虑自己会丧失对公司的控制权。父母有时候会害怕，孩子们与自己沟通会感到不安，或者他们担心，孩子们会不重视自己所取得的成绩。对于税法和继承法的规定，尽管父母也有自己的理解，但他们可能发现自己就是无法放弃公司经营，无法放弃手里的财富，或者放弃对公司的控制。此外，正如我们所有人一样，他们也总是拖延，对于这些重要但又令人痛苦的决策，他们根本不着急做出，宁愿拖延到改天再说，然后又会觉得自己时间不够。对于自己的无所作为，他们甚至会找到一些牵强的理由，比如说他们不喜欢姻亲，或者不喜欢孩子们的生活方式等一些其他的因素。

在本书其他章节里，我讲过一个关于家族企业的故事：多年来，父亲每晚回家，抱怨工会、工资、客户和员工等，然后转向孩子们说道：“早晚有一天，这家公司都是你们的。”这个故事的重点在于，当你向某人交接公司的时候，你真正给他们的是什么？但这构成了父母的全部生活，也是他们需要传承的遗产。理财顾问可以提供帮助，使遗产传承更加平顺。

后记

写作本书花了我30年的时间，期间经历了牛市和熊市的起伏，我们曾创立也曾出售过金融服务公司，对于“真正的聪明人”所推崇的那些不靠谱的投资策略，我们也都曾进行过尝试。这本书所记载的，就是我学习这些宝贵经验的那段岁月。我希望通过本书与大家分享的，就是以下10个教训，希望读者不要再重复我曾经犯过的错误。

（1）不要相信有线电视、杂志或图书里那些教人如何快速投资赚钱的鬼话。对于如何才能进行收益丰厚的投资，这些财经媒体人也没有什么独特的领悟。如果他们有的话，那还需要在目前的工作岗位上苦苦谋生吗?

（2）从长期来看，股票确实能够带来风险溢价，业绩表现也比债券优异。这就是说，我们应当购买股票来使财富保值和增值。

（3）在熊市环境下，资本市场愈发冷酷无情，因此尽量分散投资十分重要。股票投资有风险，但不投资也有风险：那就是通货膨胀和税收所带来的价值下降。要分开设立资产池，度过形势不好的阶段。不管什么原因，都不要完全沉溺于股票投资或者持有过分集中的资产头寸。

（4）要确保自己的资产配置符合自己的风险承受能力和收益目标。

（5）不要被业绩记录和热门投资经理蒙蔽了双眼。单纯追逐收益完全是浪费时间。股票市场有其自身的运作规律，并可以有效配置资

源。要远离那些过于激进的股票投资经理，最好跟随略微被动的投资策略，并与指数基金联系起来，或者更好的情况是与大类资产共同基金挂钩。

（6）要想规划好退休之后的余生收入，就要转变自己积累财富的理念。可以考虑利用EAGR系统和年金收入来应对时点风险和道德风险。

（7）如果情况合适，可以利用保险来防范特定风险。具体来说，针对资产保值、增值要采取伞形策略；针对身故之后替代性的收入需求，或者缴纳房产税所产生的流动性需求，可以购买相应的人寿保险；针对可能产生巨额医疗费用的情况，可以通过长期护理保险加以解决。

（8）不要站在一边，等着投资的好机会。你无法进行市场择时，因为在25年的时间里，少数几天就带来了整个期间的全部收益。此外，地区性的政治动荡可能会也可能不会对市场带来正面或负面影响。战争和混乱仅仅是人类历史的一部分：在过去3 500年间，和平期间不超过300年。把你的遗嘱、信托、授权等进行实时更新十分重要，要使其处于持续的授权状态，同时要把你各个账户的提名受益人实时更新。

（9）保持遗嘱、信托的实时更新。

（10）要与一位你信赖的独立顾问共事，做出决策时要把个人情绪排除在外。在某一行业或公司取得成功，并不意味着你可以成功理性地执行财富管理原则。你不能！

2002年，我创立了一家新的财富管理公司，富勒姆财务管理有限责任公司，成立该公司的目的，就是为了把我所学到的经验和教训落到实处。该公司是我超过25年经验积累的结晶，其所采用的投资原则

历经了150多年的考验，公司也拥有税务、会计和法律背景的全方位人才。这是我职业生涯的最终归宿，我们拥有一群乐于奉献的合伙人和同事，与行业最有才华的咨询顾问一起，为公众提供收费的财富管理服务。要提供值得信赖的咨询顾问服务，你需要两样东西：丰富的经验积累和才华横溢的同事。幸运的是，我二者兼备。

致谢

本书是在我成为一名优秀财务顾问的旅途中，对此间经验和教训的一些总结。正如其他人生经历一样，其中有美好的时光，也有糟糕的体验，但正是因为有了这些经历，我的成长过程中才有了良师益友的陪伴。

首先，我要感谢空间基金管理公司和通用金融咨询服务有限公司，它们慷慨大方，让我得以接触到其大量信息资料和研究成果。

还要感谢我生命中的那些重要人物，谁又能想到，法学院侵权课上坐在我旁边的那个哥们儿，后来将成为我一生的朋友？我们毕业之后开始创业，当时一文不名，幸亏得到了乔·哈德兹优惠券业务的帮助，而30年后，他仍然是我最亲密的朋友之一。我也将永远对他感激备至。

谁又能想到，1979年那次乔、我以及戴夫·雷迪一起吃过的午饭，最后让我们达成了一致协议，要为一些房地产证券公司提供法律服务，然后促成了我们此后30多年的合作共事，同时也铸就了我们一生的友谊？当面临职业生涯的困境时，戴夫总是乐观对待，重新激发我们的热情。戴夫成了一名伟大的公司领导者，我很庆幸可以追随他的脚步。当退休的时候，他已经成为通用金融证券咨询服务有限公司的总裁。我还要感谢他对本书的帮助，他提供了许多细节和案例，我都很难相信他还一直记得，这些内容为本书增光添彩。

我还要感谢布莱恩·萨维奇（Brian T.Savage），作为注册会计师、个人理财顾问和注册理财规划师，他曾经在30年前为我授课，当时我

还是个年轻的律师，他为我讲授的，不仅是如何应对税务问题，还告诉我很多关于美国税制的知识。同时，他还让我知道了作为爱尔兰人的欢乐和荣光，让我知道了3月17日是一个神圣的日子。从那时起，他就一直是我的业务伙伴，是我最亲密的朋友和最值得信赖的人之一。他的分析能力无与伦比，为公司的业务拓展做出了很大贡献。

对于马库斯·海因里希，再多的溢美之词也不为过，他是注册理财规划师，在两家不同的公司都是我的合伙人。他在塔拉证券脱颖而出，为公司带来了无比的热情和活力，让公司的项目开发充满动力，并使其迈上了新的台阶。他为公司带来了创新的思考和对成功的渴望，为塔拉证券的发展做出了极大贡献。在富勒姆财务管理有限责任公司成立的过程中，他主动加入，表现出极大的勇气，面对几乎没有客户的局面，我们一起承担起这家咨询公司的发展重担，我要感谢他为本书所做的贡献。在如何成为更好的咨询顾问方面，马库斯已经为上百人传授过经验。

我很感谢霍华德·凯特，他喜欢为那些年轻的顾问提供指导和建议，帮助他们成长。当我还是一名年轻的咨询顾问时，对保险一无所知。霍华德拥有独特的能力，可以把保单中那些晦涩难懂的词汇信手拈来，并解释清楚，连我都能够听得明白。本书中有关保险的那部分内容就展示了他化繁为简的能力，这些内容也让本书更加丰满完善。

我要特别感谢苏珊·威廉姆斯(Susan Williams)和拜伦·法码（Byron Faermark），他们在遗产规划那部分贡献了许多内容，还要特别感谢德布拉·卡朋特（Debra Carpenter），她对本书长期护理那一章提供了许多建议。由于这3个人的帮助，本书的水准有所提升，内容更加完善。

我尤其要感谢安妮特·布鲁克斯（Annette Bronkesh），她是一位经验十足的公关专家，拥有极为广泛的人脉，她帮助我们最终敲定了与出版社的合作。我很感谢她对本书的热情帮助。

最后，我也要感谢富勒姆财务管理有限责任公司的其他合伙人，在我们写作本书期间他们提供了无私的支持，他们包括：约翰·亚当（John J.Adam），注册工程师及注册理财规划师；玛丽·帕特·文彻（Mary Pat Wesche），注册会计师、个人理财顾问及注册理财规划师；约瑟夫·斯巴克斯（Joseph A.Spokas），注册会计师、个人理财顾问及注册理财规划师；罗伯特·马斯文（Robert T.Methven）；杰克·福克斯（Jack A.Folkerts），注册会计师及注册理财规划师。除了我的合伙人，更重要的还是那些负责办公室日常事务、保持工作正常运转的人。我想要感谢艾利生·桑尼斯（Allison Tronnes）、黛比·马努(Debbie Manno)和伊莉斯·米洛(Elise Milo)，他们每天勤奋投身于那些我们难以做到的工作（首先是文书工作），并让我们的咨询服务水平不断提高。

我还要特别感谢以下诸位，他们让本书更加完善：托马斯·孟格尔（Thomas Mengel），特许人寿保险人、特许金融顾问及法医学硕士；查尔斯·西德克（Charles Surdyke），注册理财规划师；托马斯·墨菲（Thomas Murphy）以及马克·菲克（Mark Finke），注册理财规划师。我也要感谢艾伦·汉伯格（Alan Hambourger），注册会计师、注册理财规划师及个人理财顾问；大卫·斯图沃兹（David Strulowitz），法学博士及法学硕士；雷蒙德·沙利文（Raymond Sullivan），注册会计师；埃文·文德克（Arvin Weindruch），注册会计师；雅各布·罗森博格（Jacob I.Rosenberg），注册会计师、注册理财规划师及个人理财顾问；以及詹姆斯·博纳（James H.Bernath），注册会计师、注册理财规划师及个人理财顾问。我要感谢迈克尔·马克马纳（Michael J.McManamna），他对数字的理解我们无人能及，以及斯蒂文·希恩（Steven J.Sheehan），在本书写作及寻找出版社的漫长过程中，他一直陪伴在我的左右。我要感谢克里斯托弗·简乐（Christopher Genzler），10年来，在我们后塔垃时代的收费业务拓展过程中，他既是一位刻苦奋斗的同事，也是我情投意合的朋友。这些年来，不管面

对什么情况，没有比这些更好的合作伙伴了。同时还要感谢泰德·斯迪克（Ted G.Stricker）。

莎拉和我都很感谢空间基金管理公司的迈特·米勒(Matt H.Miller)，他是注册理财规划师，在本书的写作过程中免费为我们提供了很多帮助，在取得空间基金管理公司授权的过程中给我们提供了大量指导。我要感谢我的女儿瑞秋·明德尔，她勇敢承担了本书图表设计的重担。

根据之前的写作经验，我其实已经知道，写书是一件苦差事。但我没想到的是，写书也可以是一场冒险之旅，直到跟莎拉·E·斯莱特共事，我才体会到这个道理。事实情况是，熟知某一领域的知识，与把它们落到纸面上是完全不同的两回事，更不用说为此写一本书了。谢天谢地，我幸运地找到了这个人，她可以听懂我喋喋不休的谈论，并真正把这些诉诸文字。她能够根据我的人生经验，结合自己的深厚学识和全面思考，落脚到我们希望解决的产品和问题上来，因此她可以把我杂乱无章的点串联起来，填补各项空白，并组成完整的各章，然后运用自己的写作才能把全部内容汇总成一本书，希望读者可以喜欢。

但是当这一切尘埃落定，还有一个人让我觉得亏欠一生，让我觉得生命有了意义。现实中对于丈夫的疯狂和颠簸，对于丈夫缺乏稳定的收入，不断折腾新公司的情况，很少有爱人能够容忍。如果没有朱迪的陪伴，我根本不可能走到现在，对于我工作的日日夜夜，她总是默默承受，一力承担起抚养儿女的重任，撑起了我们温暖的家庭。因为她我才有了美国梦。我也要感谢我的孩子，瑞秋、艾瑞尔、塔莉娅和扎克利，他们不断地给予我爱和支持，尽管我认为到现在为止，他们可能还不确定我靠什么谋生。我知道，他们一直怀疑我从事某种秘密的政府工作，但孩子们，很抱歉，秘密泄露了：我并不是007或者蜘蛛侠（别老惦记你们在柜子里发现的那套衣服了，问问你们的妈妈就知道了）。

关于作者

诺伯特·M·明德尔，法学博士、注册会计师、注册理财规划师、个人理财顾问

诺伯特在布鲁克林出生长大，通过一系列严格的考试之后，他得以进入布鲁克林技术高中这一精英教育机构就读。他曾获得芝加哥伊利诺伊理工学院的奖学金，并于1973年从该校会计专业光荣毕业；随后于1978年从美国芝加哥肯特法学院毕业，成绩位列班级前十，在取得法律学位的同时，他也成功通过了注册会计师的考试。

1978年他与法学院同学共同开办了一家律师事务所，其业务主要涉及税务筹划、遗产规划、企业继承及不动产等。这期间，他同时也是博立顿大学的一名会计学讲师，随后又成为伊利诺伊理工大学斯图尔特商学院的一名全职会计学讲师。

20世纪80年代早期，他与戴夫·雷迪以及汤姆·金一起创建了塔拉金融公司（Terra Financial Companies），其中经纪公司塔拉证券（Terra Securities Corporation）属于其子公司。几个创始人很快就认识到，如果业务不局限在个人金融产品方面，那公司将获得更加迅速的成长。塔拉证券的主要业务是为会计师和税务专家提供注册和培训服务，公司创始人本身就是优秀的金融专家。在推动塔拉证券成为在全国范围内提供跨领域金融服务机构的过程中，诺伯特起到了十分重要的作用。

诺伯特一直主管公司的战略和产品研发。1994年，他主导开发了一个收费投资资讯平台，最终该平台资产达到了34亿美元。该项业务迅速增长，成为当时发展速度最快的金融业务之一，对于那些在塔拉

证券从事兼职工作的会计咨询顾问来说，该项业务的投资策略简直是再合适不过了。

1997年，诺伯特看到了快速拓展业务的必要性，他牵头组织力量，对如何才能实现这一点进行分析调研。他设计开发的业务增长策略最终推动这家经纪公司于1998年出售给了通用电气，当时后者是全球最大的企业之一。在通用电气工作期间，诺伯特主要负责业务拓展和战略并购。

随后诺伯特逐渐认识到，他还是对向客户提供私人咨询这项工作情有独钟，因此决定淡化其在通用电气的责任，而是拿出更多时间，以理财顾问的角色，为自己的长期个人客户提供服务。2001年，诺伯特与自己在塔拉证券的前同事马库斯·海因里希以及布莱恩·萨维奇一起创建了富勒姆财务管理有限责任公司，这家财富管理公司坐落于伊利诺伊州的伦巴第。诺伯特为客户提供了各项服务，自己也努力耕耘，这一切都为公司全国客户的迅速、持续扩展打下了坚实的基础。

2004年，通用电气决定剥离其保险业务及其他金融控股公司，由此通用金融通过首次公开发行的方式募集了资本，在维吉尼亚州的里士满正式成立。位于伊利诺伊州绍姆堡的塔拉证券也转型成为通用金融投资服务公司。2008年，诺伯特决定全职从事富勒姆财务管理有限责任公司的工作。

在职业生涯的早期，诺伯特天生的演说家才能就得到不断的磨炼，因为当时发表演讲、进行展示和论坛讲话都是拓展法律业务的最好方式，成立塔拉证券之后更离不开这项技能。他成为全国知名的演说家，在许多专题特别是资产管理和金融顾问执业管理方面尤为擅长，经常向众多理财顾问和会计专家发表演讲。诺伯特拥有罕见的才能，可以把枯燥的专业知识融入灵活生动的演讲中。他充满激情而又引人注目的演讲基调，是他25年的金融服务从业经历厚积薄发的结果。

诺伯特举行了多次演讲，他的观点经常占据美国全国广播公司财经频道《商业午餐》节目和美国有线电视新闻网络财经频道《财富秀》的头条。其观点也是《芝加哥论坛报》*Chicago Tribune*）、《洛杉矶时报》*L.A.Times*）、《财智月刊》、《纽约时报》*New York Times*）、《克雷恩芝加哥商业杂志》*Grain's Chicago Business*）、《金融时报》*Financial Times*）以及众多业内刊物经常引用的对象。

诺伯特不仅是一名律师，还是美国注册会计师协会和理财规划顾问协会的会员。

闲暇时间，诺伯特是伊利诺伊州朱丽叶市高速公路俱乐部的会员，并参加赛车比赛，他还定期参加比克若姆热瑜伽（Bikram yoga）。

诺伯特与夫人朱迪住在芝加哥西南郊区，他为能成为瑞秋、艾瑞尔、塔莉娅和扎克利这几个孩子的父亲而备感骄傲。

莎拉·E·斯莱特

莎拉·E·斯莱特出生成长于加利福尼亚州，但已经在芝加哥生活了30多年。她本科就读于在巴克内尔大学（Bucknell University），取得历史学学士学位，并在西北大学（Northwestern University）的凯洛格商学院（Kellogg School of Management）以优异成绩获得金融管理硕士学位。

在现有工作之前，她有两年时间在欧洲生活和工作：一年在斯图加特，一年在巴黎。她认为，学习德语和法语有助于自己对英语的掌握。

她的职业生涯起源于华盛顿的世界银行，1978年她的工作地点搬到了芝加哥。她先是就职于一家大型货币中心银行，随后在一家大型

银行经纪自营商的交易大厅从事机构销售工作，时间达7年之久。她也曾经为一家初创企业工作，以第三方机构的方式为银行提供证券服务，并先后在资产管理公司和清算公司担任营销主管，曾效力于一家知名的资产配置和金融咨询服务公司，也曾就职于家庭理财私人社团。

初次见到诺伯特时，她正受雇于通用金融咨询服务有限公司，是市场营销团队的一员。她负责围绕诺伯特设立的被动型投资计划开展工作。

她还是另外一本书——*Reinventing the Retail Bank*的合著者，该书1993年由普罗布斯出版社（Probus Publishing）出版。在基金管理公司的时候，她还本着高度负责的态度，代写了一本专业证券策略方面的书籍，并为普罗布斯出版社编辑了大量财务书籍。在金融服务领域她已经撰写出版了大量文章。

她与丈夫彼得·米克（Peter K·Muecke）的婚史已经超过20年，他们与自己喜欢的宠物共同生活在芝加哥。在超过25年的时间里，她一直是读书俱乐部的热心参与者。在长达两年多的时间里，她把业余时间都用在了本书上，为此，她对丈夫彼得的宽容大度深表感谢。